

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty velkoobchodu

Valuation of a Wholesale Company

Student:

Bc. Filip Kmec

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Josef Kašík, Ph.D.

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra podnikohospodářská

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Filip Kmec**

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku

Téma: Stanovení hodnoty velkoobchodu
Valuation of a Wholesale Company

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Charakteristika podniku ABC s.r.o.
 4. Stanovení hodnoty podniku ABC s.r.o.
 5. Syntéza výsledků
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- BENNINGA, Simon. *Financial modeling*. 4th ed. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2014. 1111 p. ISBN 978-02-620-2728-1.
- BREALEY, R., R. ALLEN a S. MYERS. *Teorie a praxe firemních financí*. 2. vyd. Brno: BizBooks, 2014. 1095 s. ISBN 978-80-265-0028-5.
- GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-869-2926-2.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2015

Datum odevzdání: 22.04.2016



Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

V Ostravě dne 20. 4. 2016


.....

Bc. Filip Kmec

Rád bych poděkoval touto cestou svému vedoucímu Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za cenné odborné rady a připomínky poskytnuté během vypracovávání této diplomové práce.

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Teoretická východiska oceňování podniku.....	6
2.1	Definice podniku	6
2.2	Hodnota podniku	6
2.3	Kategorie hodnot	8
2.3.1	Tržní hodnota.....	8
2.3.2	Subjektivní hodnota neboli investiční hodnota	8
2.3.3	Objektivizovaná hodnota.....	9
2.3.4	Likvidační hodnota.....	9
2.3.5	Účetní hodnota.....	9
2.4	Důvody oceňování.....	10
2.5	Postup oceňování.....	10
2.5.1	Analýza dat.....	11
2.5.1.1	Analýza prostředí.....	12
2.5.1.2	Finanční analýza	17
2.6	Finanční plán	27
2.7	Metody stanovení hodnoty	27
2.7.1	Výnosové metody.....	27
2.7.1.1	Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF).....	28
2.7.1.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	32
2.7.1.3	Kombinované výnosové metody	34
2.7.2	Majetkové ocenění.....	35
3	Charakteristika podniku ABC s. r. o.	38
3.1	Analýza prostředí.....	39
3.1.1	Analýza PEST	40
3.1.1.1	Politicko-právní faktory	40
3.1.1.2	Ekonomické faktory.....	40
3.1.1.3	Sociální faktory a vědecko-technické faktory	44
3.1.2	Porterova analýza pěti konkurenčních sil.....	44
3.2	Finanční analýza	47
3.2.1	Vertikální analýza.....	47
3.2.2	Horizontální analýza.....	50
3.2.3	Poměrové ukazatele.....	52
3.2.4	Ukazatele bonity a finančního zdraví	58
3.3	SWOT analýza.....	60
3.4	Finanční plán	61
4	Stanovení hodnoty podniku ABC s. r. o.	63
4.1	Stanovení hodnoty metodou diskontovaného čistého cash flow	63
4.2	Stanovení hodnoty metodou kapitalizovaných čistých výnosů.....	66
4.2.1	Paušální metoda.....	66
4.2.2	Analytická metoda.....	69
4.3	Účetní metoda.....	70
5	Syntéza výsledků	71
6	Závěr	73
	Seznam použité literatury	75
	Seznam zkratk.....	77
	Seznam grafů.....	78
	Seznam tabulek.....	78
	Seznam rovnic	79

Seznam příloh:	1
----------------------	---

1 Úvod

V dnešní nejisté době globalizace, kde jsou všechny největší světové burzy a ekonomiky propojeny, může pád jedné vyvolat vlnu krize a recese po celém světě. Tato doba je neodmyslitelně spjata s majetkovými transakcemi vyvolávající potřebu znát hodnotu podniku.

Cílem této práce je stanovení hodnoty podniku ABC s. r. o. za pomoci vybraných metod oceňování.

V první části diplomové práce nazvané Teoretická východiska oceňování podniku budou podrobně popsány postupy, definice a výpočty, které jsou nutné pro úspěšné vypracování této práce.

Druhým bodem práce bude převedení teoretických znalostí do praktické roviny, a to za pomoci dat poskytnutých společností, která bude v následujících textech nazývána ABC s. r. o., jelikož společnost si nepřeje být jmenována. V první části bude charakterizována společnost a její okolí. V souvislosti s oceněním zde bude provedena analýza okolí a finanční analýza, tedy zjištění úrovně finančního zdraví podniku.

V následující kapitole budou vypočteny vybrané oceňovací metody. Tato část práce by měla vést ke stanovení různých hodnot společnosti využitím metod výnosových a majetkových.

Použitím rozdílných metod oceňování a postupů budou získány různorodé výsledky, a proto je potřeba syntézou docílit jednotné hodnoty ocenění. Vyhodnocení a syntéza těchto výsledků bude provedena v následující kapitole po kapitole stanovení hodnoty podniku.

V závěru bude provedeno zhodnocení celé práce, postupů a dosažených výsledků.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

V této kapitole budou uvedeny definice, postupy, vzorce, metody apod., potřebné pro zhodnocení finančního zdraví a ocenění podniku.

2.1 Definice podniku

Podnik je v literatuře a dalších různých zdrojích vymezen mnoha různými způsoby. Někteří autoři podnik definují jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy (Mařík, 2007).

Podle Maříka (2007, s. 15) má pro oceňovatele podniku největší význam definice vycházející z dříve platného obchodního zákoníku, která definuje podnik jako: *„soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“*

K uvedené definici je však potřeba doplnit několik poznámek, které v ní chybí. Při oceňování podniku musí být vzato v úvahu i velikost závazků, a proto by měly být závazky součástí této definice. Druhou poznámkou, o kterou by měla být definice rozšířena, je skutečnost, že na podnik je nutno nahlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek. Aby bylo toto ekonomické hledisko definice podniku splněno, měl by podnik plnit svůj základní účel, a to je dosažení zisku (Mařík, 2007). Mařík (2007, s. 16) se domnívá, že výstižnější, nežli výše uvedená definice, je definice z německých oceňovacích zásad: *„účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk“*

Pro srovnání uvedme definici, podle které je podnik možné charakterizovat jako funkční celek, entitu, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos, jak v současnosti, tak i v budoucnosti (Janíček, Marek, 2013).

2.2 Hodnota podniku

Hodnotu lze chápat jako odhad pravděpodobné ceny zboží či služby. Cenou pak rozumíme částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za toto zboží či službu na trhu.

Hodnotu podniku lze velmi těžko stanovit objektivně. Je možné se v literatuře dočíst, že objektivní hodnota podniku neexistuje. K tomuto tvrzení autora vede několik faktů. Náklady vynaložené na získání majetku a výnosy, které společnost za uplynulá léta

vyprodukovala, lze stanovit objektivně, avšak pro stanovení hodnoty podniku jsou velmi podstatné a těžko přesně odhadnutelné budoucí výnosy. Významnou roli při oceňování pak hraje volba nejvěrohodnější prognózy budoucího vývoje. Proto by měl být přesný název “*odhad hodnoty podniku*” (Mařík, 2007).

Stanovení hodnoty podniku patří mezi důležité manažerské nástroje při řízení podniku, jelikož je otázka hodnoty podniku významným kritériem při taktickém řízení firmy a pro řadu strategických rozhodnutí managementu.

Jednou z možností jak stanovit hodnotu podniku, je převedení očekávaných budoucích příjmů na jejich současnou hodnotu. Tento postup je součástí výnosové metody. Existují ale i další metody jako například tržní nebo majetkové, které budou dále popsány v následujících částech práce.

Pro náležité ocenění podniku je významné vycházet z dostatečných vstupních informací, které lze rozdělit do následujících skupin:

- *interní podnikové informace*, kde patří finanční plány, účetní závěrka a vnitropodnikové informace,
- *odvětvové informace a prognózy* týkající se analýzy trhu, stavu a vývoje ekonomiky,
- *mikroekonomické informace*, jako legislativní předpisy a ratingové ohodnocení,
- a *makroekonomické informace* charakterizující vývoj a stav ekonomiky a finančního trhu (Dluhošová, 2006).

Hodnotu podniku je možné stanovit na dvou různých hladinách, a to hladinách brutto a netto. U hodnoty brutto se oceňuje hodnota podniku jako celku, a zahrnuje tedy hodnotu pro vlastníky i věřitele. Hodnotou netto rozumíme ocenění podniku na úrovni vlastníků. V principu se u hodnoty netto oceňuje vlastní kapitál, ten však ale nemusí přesně souhlasit s účetním pojetím tohoto kapitálu.

2.3 Kategorie hodnot

Existuje několik kategorií hodnot, které je možné oceněním získat.

2.3.1 Tržní hodnota

Předmětem odhadu je potenciální tržní cena, která se označuje jako tržní hodnota. Velkou pozornost tomuto pojmu věnuje mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee, která ji definuje jako: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“, jak uvádí Mařík (2007, s. 22).

Jednodušším výkladem tržní hodnoty je tvrzení, že by tržní hodnota měla být odhadem rovnovážné ceny, která vznikla střetem nabídky a poptávky na trhu.

2.3.2 Subjektivní hodnota neboli investiční hodnota

Na podnik je potřeba nahlížet jako na jedinečné méně likvidní aktivum, které se prodává na trzích, jež jsou podobné trhům pro fixní aktiva. Tato aktiva se prodávají méně často a trhy jsou pro ně také méně formální a účinné, nežli u trhu s kótovanými cennými papíry. Prioritou při transakci na takovýchto trzích je osobní názor, například kupujícího. Hodnota je pak dána očekávanými užitky plynoucími z koupeného aktiva pro konkrétního kupujícího, prodávajícího či současného vlastníka, a proto je tato hodnota nazývána subjektivní, nebo také investiční.

Definici subjektivní hodnoty lze nalézt také v mezinárodním oceňovacím standardu pod názvem investiční hodnota. Dle Maříka (2007, s. 26) je tato definice následující: „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“

Pokud je tedy hodnota společnosti vyčíslena na základě subjektivního názoru a představ konkrétního subjektu, pak lze hovořit o investiční hodnotě.

2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovanou hodnotu lze brát jako jistý protiklad subjektivní hodnoty. Tuto hodnotu na rozdíl od subjektivní hodnoty, kterou si je schopen zájemce nebo vlastník odhadnout sám, může stanovit pouze profesionál. Mařík (2007, s. 27) uvádí definici z německých oceňovacích standardů: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“.

Objektivizovaná hodnota se skládá ze tří stupňů. V prvním se vychází ze skutečných údajů, které jsou k dispozici k datu ocenění. Ve druhém stupni se berou v úvahu všeobecně známá fakta, která mají vliv na ocenění, přestože se týkají budoucnosti. Ve třetím stupni proniká subjektivní názor odhadce.

Kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav, jako například při poskytování úvěru nebo stanovení aktuální reálné bonity podniku, by se mělo usilovat o objektivizované ocenění (Mařík, 2007).

2.3.4 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota spočívá ve zjištění hodnoty společnosti v okamžiku, kdy lze předpokládat ukončení provozu společnosti a rozprodeje jejího majetku. Pokud má vlastník čistě ekonomické důvody prodeje podniku, rozprodáním vlastník získá více, než by získal při pokračování provozu. Za předpokladu, že má majitel na likvidaci dostatek času, může být likvidační hodnota stanovena na úrovni hodnoty tržní, ovšem snižená o příslušné náklady, jako jsou prodejní poplatky, daně, nebo související administrativní náklady. Ne vždy bývá zmíněný dostatek času a vzniká tak tlak na urychlený prodej podniku. V tomto případě bývá často cena značně podhodnocena oproti reálné tržní ceně (Mařík, 2007).

2.3.5 Účetní hodnota

V případě účetní hodnoty se vychází při oceňování z historických cen. Tyto ceny vedou převážně u dlouhodobého majetku k značnému odchýlení se od ekonomické reality. Důvodem jsou rozdíly mezi cenou pořízení majetku a jeho reálnou hodnotou k datu ocenění, a

také skutečnost, že v rozvaze nejsou obvykle zahrnuta veškerá aktiva podniku. Vychází se z platných účetních zásad, podle kterých je sestavena rozvaha. Rozvaha slouží jako základ při oceňování účetní metodou (Mařík, 2007).

2.4 Důvody oceňování

Existuje mnoho důvodů proč oceňovat vybraný podnik. Může se jednat například o oceňování z důvodu prodeje nebo koupě podniku, vkladu do nově zakládaného podniku, fúzi či konsolidaci, rozdělení podniků, ocenění majetkových účastí společníků, z důvodu žádosti o úvěr, vstupu podniku na burzu, likvidace společnosti, emise akcií, pro účely zdanění a dále.

Důležitou vlastností je účel ocenění. Na základě tohoto účelu se pak rozlišuje několik postojů k oceňování:

- *poradenský*, jehož výsledkem je informace o maximální ceně pro kupujícího nebo minimální ceně pro prodávajícího,
- *rozhodčí*, které se provádí za účelem nalézt spravedlivou cenu v rámci nějakého řízení,
- *argumentační*, smyslem je pořízení dostatku údajů, informací a argumentů pro jednání s druhou stranou,
- a *komunikační* sloužící k pořízení dostatku podkladů pro komunikaci s veřejností (Dluhošová, 2006).

Ve všech případech odhadu hodnoty společnosti by však mělo být jasně uvedeno, z jakého důvodu se oceňuje, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň hodnoty má být stanovena a k jakému datu se oceňování provádí (Mařík, 2007).

2.5 Postup oceňování

Samotný postup odhadu hodnoty podniku lze různě upravovat podle konkrétních podmínek. Kislingerová (2001) doporučuje následující postup:

1. Vymezení zadání práce

Jedním z klíčových problémů na počátku je stanovení samotného cíle práce, neboť se stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se následně pracuje.

2. Vytvoření pracovního týmu.

Na zpracování ocenění podniku se zpravidla podílí tým odborníků. V týmu by měl být vždy přítomen zástupce top managementu společnosti, jelikož zpravidla formulují zadání práce a poskytují vnitropodnikové informace.

3. Plán práce

4. Sběr vnějších a vnitřních informací

Pro kvalitní zpracování odhadu hodnoty společnosti je podstatné mít k dispozici informace o podniku, jeho makroprostředí a odvětví, ve kterém podnik vykonává svou činnost.

5. Analýza dat

Jakmile jsou shromážděna všechna data z předešlého kroku, bude následovat analytická část, ve které bude provedena analýza makroprostředí, analýza odvětví a finanční analýza podniku.

6. Výběr metod ve vazbě na cíl práce

Výběr metod se řídí podle cíle práce, jak již bylo řečeno na počátku této kapitoly. Je prospěšné využít více metod pro ověření správnosti výsledků ocenění, a proto je také opodstatněné provést na konci práce syntézu dat.

7. Analýza ocenění

8. Syntéza výsledků

9. Závěr

V rámci této práce bude dále podrobně rozepsán postup kroků č. 5 a 7, jelikož průběh kroků č. 1, 2, 3, 4, 6, 8, 9 je zřejmý a stačí jeho popis uvedený výše.

2.5.1 Analýza dat

Po shromáždění dat následuje analytická část, ve které bude provedena analýza prostředí a finanční analýza podniku (Kislingerová, 2001).

2.5.1.1 Analýza prostředí

Přístupy k analýze prostředí z hlediska vlivů působících na podnik se mohou odlišovat dle autora. V této práci bude rozděleno prostředí dle Kassaye (2006). Úlohou analýzy je identifikovat příležitosti a hrozby, které na podnik působí z vnějšího prostředí, ale i zevnitř podniku. Kassay (2006) dělí podnikatelské prostředí do čtyř částí:

1. *externí nebo také globální okolí*, kde je potřebné charakterizovat ekonomické, politicko-právní, sociální, ekologické, vědecko-technické a demografické faktory, aby se odhalily vlivy, které působí na podnik a není v silách podniku je nějakým způsobem ovlivnit,
2. *makroprostředí (široké okolí)* se definuje jako okolí podniku charakterizované různými zájmovými skupinami jako jsou odbory, investoři, profesní svazy, státní instituce, a obchodní a podnikatelské sdružení. Tyto zájmové skupiny mají vliv na prosazování různých pravidel, která nemusí být ve shodě s aktivitami podniku, a tím ovlivňují jeho činnost a plány,
3. *odvětví podniku* i se svými aktivitami a použitými zdroji jako jsou lidé, technologie, technika, finance a produkty, sloužícími k získání perspektiv a potenciálů toho prostředí,
4. *charakteristika podniku a jeho bezprostředních spolupracovníků a konkurentů* ovlivňující jeho aktivity.

V rámci oceňování bude největší pozornost kladena na analyzování globálního prostředí, odvětví podniku, charakteristiku samotného podniku, jeho partnerů a konkurentů.

Globální prostředí má podstatný vliv na výkonnost podniku. Byla prokázána příčinná souvislost mezi vývojem jednotlivých parametrů globálního prostředí a výkonem společnosti, a proto analýza historického, aktuálního a prognóza budoucího vývoje napomáhá odhadci při odhadu hodnoty společnosti. Kislingerová (2001) uvádí několik základních ukazatelů, které je důležité sledovat při oceňování podniku:

- tempo růstu hrubého domácího produktu,
- fiskální politika státu (daňové zatížení),
- vývoj úrokových sazeb,
- vývoj inflace,
- ekonomické a politické šoky.

Podrobnější analýzu globálního prostředí lze získat pomocí analýzy PEST.

PEST analýza

Z hlediska rozvoje podniku je důležité včas předpovídat nevyhnutelné změny v jeho globálním okolí. Proto je potřeba mít dostatek aktuálních informací a vytvořit mechanismus jejich neustálého sledování. Do analýzy PEST jsou zahrnuté čtyři základní prostředí (Kassay, 2006).

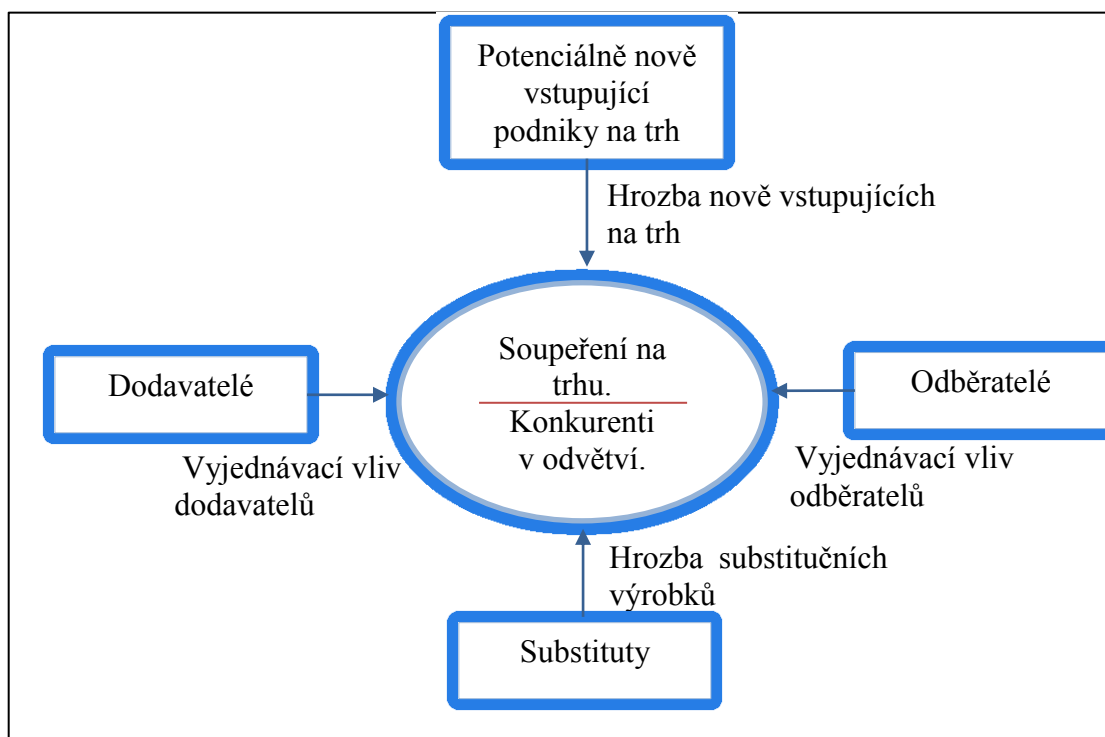
- *Politicko-právní prostředí* se týká prosazování veřejných zájmů, způsobu výkonu státní moci, úrovni právních norem a vztahů, podmínek podnikání či státní regulace,
- *Ekonomické prostředí*, zde se sleduje míra hospodářského růstu, úroveň úrokové míry a měnové kurzy,
- *Sociální prostředí*, které zahrnuje modely a vzory chování jednotlivců i skupin, změnu potřeb a preferencí, zodpovědnost za vlastní zdraví, sociální trendy, mravní postoje,
- *A vědecko-technické prostředí* zahrnující vědecko-technickou politiku státu, nové materiály a produkty, produktové a technologické inovace či úroveň vědeckovýzkumné činnosti.

Analyzovat konkurenční síly v odvětví lze pomocí Porterovy analýzy pěti konkurenčních sil.

Porterova analýza pěti konkurenčních sil

Intenzitu odvětvové konkurence a ziskovost určuje pět konkurenčních sil. Podstatné je rozlišit konkurenční síly od krátkodobých vlivů ovlivňující přechodně ziskovost. Velká konkurenční síla se považuje za hrozbu, neboť snižuje zisky, naopak slabá za příležitost, pomocí které vzniká potenciál dosažení vyššího zisku. Působení sil v konkurenčním prostředí lze znázornit za pomoci grafu 2.1.

Graf 2.1 Působení sil v konkurenčním prostředí



Zdroj: KASSAY, Štefan. Podnik a podnikanie. Bratislava: Veda, c2006. ISBN 80-224-0775-5.

Jednotlivé síly z grafu jsou popsány pak následovně (Kassay, 2006):

- *Ohrožení ze strany nově vstupujících na trh.* Nově vstupující podniky na trh přinášejí nové kapacity, mají úsilí získat co největší část trhu pro sebe a často mají i značné zdroje, což může způsobovat tlak na snížení ceny anebo zvýšení nákladů. V obou případech se snižuje ziskovost. Hrozba vstupu nových firem na trh závisí na velikosti bariér, které jim v tom brání, jako je diferenciacie produktu, kapitálová náročnost, přístup k distribuci, vládní politika svou regulací a podobně.
- *Soupeření na stávajícím trhu.* Cílem soupeření na trhu je získat výhodné postavení. Podniky k tomu využívají cenové války, marketing, nové produkty, zlepšení servisu a podobně. Ve většině případů to však vede ke snížení ziskovosti celého odvětví
- *Tlak ze strany substitutů.* Substituty snižují potenciální výnosy tím, že stanovují cenové stropy, které si může podnik v odvětví určovat. Čím je cena substitutů pro zákazníky atraktivnější, tím je pevnější strop nad ziskovostí

odvětví. Substitut je v podstatě produkt, který plní stejnou funkci jako produkty odvětví.

- *Vyjednávací síla odběratelů* působí na snižování cen tím, že usilují o zvýšení kvality produktů a služeb, což se děje na úkor zisků.
- *Vyjednávací síla dodavatelů*. Dodavatelé mohou využít svou moc k zvýšení ceny nebo k získání výhodnějších podmínek, to však snižuje celkovou ziskovost. Zde záleží, jak velká je jejich vyjednávací síla (Kassay, 2006).

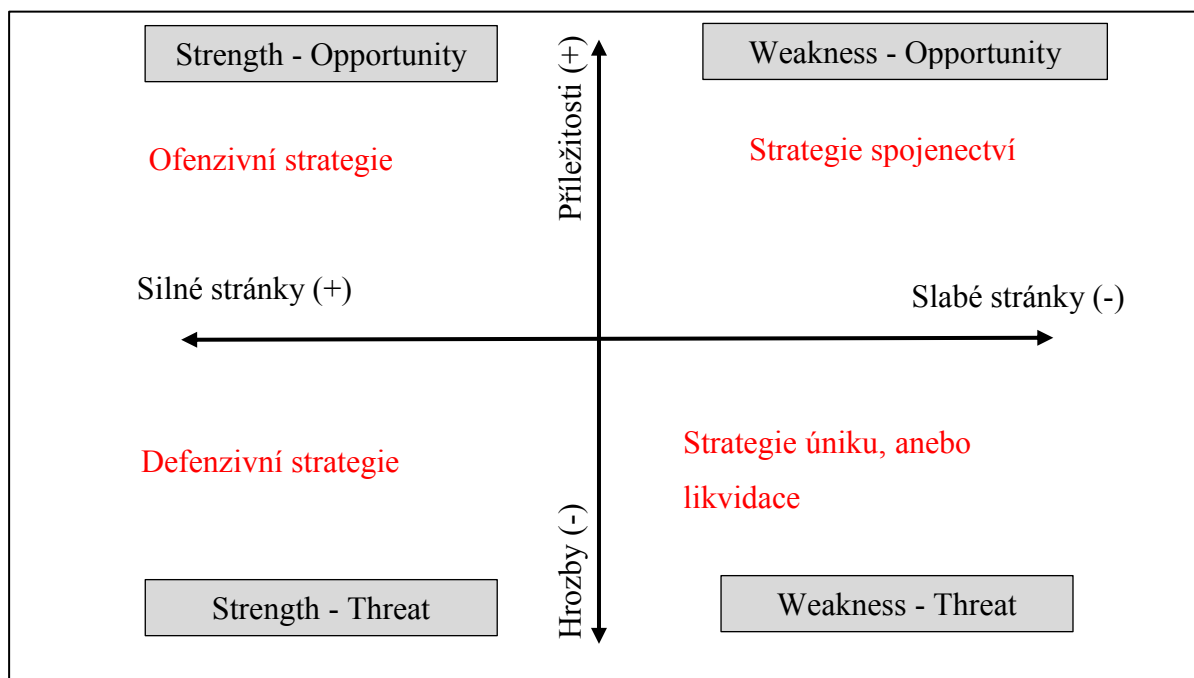
Jakmile budou provedeny příslušné analýzy včetně finanční, bude provedena syntéza těchto dat. K tomuto účelu nejlépe poslouží analýza SWOT.

SWOT analýza

Podstatou SWOT analýzy je identifikace vnitřních a vnějších faktorů ovlivňujících chod podniku. K identifikování těchto faktorů je možné využít předcházející analýzy jako je finanční analýza, PEST analýza a Porterova analýza pěti konkurenčních sil. SWOT je akronym, který se skládá ze čtyř anglických slov – Strengths, Weaknesses, Opportunities a Threats. Jedná se tedy o čtyři kritéria, kde silné stránky (strengths) jsou to, v čem firma vyniká; slabé stránky (weaknesses) jsou slabiny, kterými firma ohrožuje sama sebe a negativně ovlivňuje dosažení svých cílů; příležitosti (opportunities), jinak řečeno potenciál, který podnik může využít k dosažení svých cílů; a ohrožení (threats), což jsou externí podmínky ztěžující dosažení stanovených cílů (Havlíček, Kašík, 2005).

Při analýze SWOT se analyzují interní faktory, tedy silné a slabé stránky, a faktory externí, neboli příležitosti a ohrožení. Jakmile jsou získány jednotlivé parametry pro příslušné faktory, dojde k jejich ohodnocení pomocí bodů. Pro silné stránky a příležitosti se využívá stupnice od +1 do +9, při hodnocení slabých stránek a hrozeb stupnice od -1 do -9. Analýzu lze doplnit přidáním váhy k jednotlivým parametrům. Následně se vynásobí hodnoty parametrů s příslušnými váhami a dojde k sečtení a zprůměrování bodů za jednotlivé kvadranty. Výsledné hodnoty budou naneseny do grafu, viz graf 2.2.

Graf 2.2 Grafické zobrazení SWOT analýzy



Zdroj: KASSAY, Štefan. Podnik a podnikanie. Bratislava: Veda, c2006. ISBN 80-224-0775-5.

Podle toho, v jakém kvadrantu bude situována největší část výsledného grafu, bude zvolena náležitá strategie. V grafu 2.2 lze vidět čtyři typy strategií (Kassay, 2006):

- ofenzivní strategie (Strength – Opportunity) – tuto strategii může zvolit podnik, který disponuje silou podstatně převažující jeho slabé stránky. Vzhledem k tomu využívá co nejvíce příležitostí a uplatňuje ofenzivní strategii,
- defenzivní strategie (Strength – Threat) – defenzivní strategii může uplatnit jedině silný podnik, nacházející se však v nepříznivém prostředí. Silná pozice mu umožňuje odvrátit nebezpečí,
- strategie spojení (Weakness – Opportunity) – strategie je vhodná pro podnik, ve kterém převažují slabé stránky nad silnými, ale nachází se v atraktivním prostředí. Podniku k využití příležitostí nestačí vlastní síly, a proto by měl hledat spojence, případně zdroje, které mu umožní slabé stránky odstranit,
- strategie úniku, anebo likvidace (Weakness – Threat) – je vyhovující pro podnik s převahou slabých stránek, který se nachází v nepříznivém prostředí. Pokud nastane tato situace, je na místě uvažovat o odchodu z odvětví a zkusit podnikání v příznivějším prostředí, případně o likvidaci.

2.5.1.2 Finanční analýza

Integrovanou součástí práce při odhadu hodnoty podniku je finanční analýza, jejíž úlohou je podat informace o finančním zdraví podniku. Ukazuje stav, v jakém se podnik nachází v současnosti, a co lze očekávat v budoucím vývoji. Finanční analýza je založena na výpočtech, pro které jsou základním předpokladem vstupní data. Tato data lze získat například z účetní závěrky podniku, kterou tvoří rozvaha, výkaz zisků a ztrát a příloha. Dalšími dokumenty jsou například roční zprávy či ostatní zdroje, mezi které patří zprávy ratingových agentur, investičních společností apod. V neposlední řadě je jedním z významných dokumentů při odhadu hodnoty společnosti audit, což je nezávislé posouzení výsledku hospodaření, zda je věrohodný a správný.

Účetní výkazy jsou tvořeny absolutními ukazateli, jež dávají představu o rozměru jednotlivých jevů. Podle toho, zda ukazují stav veličin k určitému datu nebo údaj za časový interval, lze hovořit o veličinách stavových či tokových. Stavové veličiny jsou zobrazeny v rozvaze a ve výkazu zisku a ztrát, oproti tomu tokové veličiny ve výkazu peněžních toků. Finanční analýzou se v prvním kroku zpracovává vertikální a horizontální rozbor těchto absolutních ukazatelů. Horizontální analýza porovnává jednotlivé položky v čase v absolutních číslech. Pomocí vertikální analýzy je vyjádřen procentní podíl dílčí veličiny k celkové pro dané období (Kislingerová, 2001).

Bilanční pravidla

V rámci vertikální a horizontální analýzy je možné také zkoumat, zda podnik uplatňuje tzv. bilanční pravidla. Jedná o doporučení, kterými by se měl management společnosti řídit při financování podniku, pokud chce dosáhnout dlouhodobé finanční rovnováhy a stability. Kislingerová (2001) uvádí tato čtyři pravidla:

1. Zlaté bilanční pravidlo financování

Podstatou tohoto pravidla je, že je nutné porovnávat časový horizont trvání majetkových částí s časovým horizontem zdrojů, ze kterých jsou financovány. Stálá aktiva by měla být financována z vlastních nebo dlouhodobých cizích zdrojů, krátkodobá aktiva pak ze zdrojů krátkodobých.

2. Zlaté pravidlo vyrovnání rizika

Zde je sledována strana pasiv v rozvaze, konkrétně vlastní zdroje, které by měly převyšovat cizí zdroje, v krajním případě se mají rovnat.

3. Zlaté pari pravidlo

Jde o vztah stálých aktiv a vlastních zdrojů, jelikož společnost využívá i cizí zdroje financování, neměly by se tyto položky, až na výjimky, rovnat.

4. Zlaté poměrové pravidlo

Tempo růstu investic by nemělo v dlouhodobém, ani v krátkodobém horizontu, být předstihnuto tempem růstu tržeb.

Poměrové ukazatele

U poměrových ukazatelů se dávají jednotlivé absolutní hodnoty do vzájemných poměrů. Mezi základní poměrové ukazatele finanční analýzy patří ukazatelé zadluženosti a finanční stability, rentability, likvidity, aktivity a ukazatelé kapitálového trhu (Kislingerová, 2001). Jedním číselným výsledkem pak o finančním zdraví podniku vypovídají bonitní a bankrotní modely.

1. Ukazatelé zadluženosti a finanční stability

Finanční stabilita společnosti je charakterizována strukturou zdrojů financování a lze ji hodnotit na základě rozboru vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí, tedy pasiv. Jedním z nejpodstatnějších ukazatelů finanční stability je podíl vlastního kapitálu na aktivech.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}} \quad (2.1)$$

Zdroj: [4]

Tento ukazatel udává, jak je podnik schopen krýt svá aktiva (majetek) z vlastních zdrojů, a jak vysoký je stupeň jeho samostatnosti. Obecně platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím se zvyšuje finanční stabilita. Je potřeba dávat pozor při neúměrně vysokém ukazateli, protože ten může znamenat klesající výnosnost vložených prostředků.

Dalším ukazatelem, který se vyskytuje jak v odborné literatuře, tak i v praxi, je stupeň krytí stálých aktiv.

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}} \quad (2.2)$$

Zdroj: [4]

Dlouhodobá aktiva by při optimální finanční stabilitě měla být financována dlouhodobým kapitálem. Čím je ukazatel vyšší, tím je lepší finanční stabilita.

Dva výše uvedení ukazatelé jsou doplňováni dalšími ukazateli, pomocí nichž je hodnocena struktura majetku firmy. Jedná se o ukazatele podílu stálých aktiv a aktiv oběžných.

$$\text{Podíl stálých aktiv} = \frac{\text{stálá aktiva}}{\text{aktiva}} \quad (2.3)$$

Zdroj: [4]

$$\text{Podíl oběžných aktiv} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{aktiva}} \quad (2.4)$$

Zdroj: [4]

Poměr mezi stálými a oběžnými aktivy se liší podle odvětví, stupně automatizace a mechanizace. Pokud má firma větší podíl stálých aktiv, zvyšují se jí i fixní náklady, což podnik nutí vysoce využívat výrobní kapacitu a zvyšovat produkci tak, aby byly tyto náklady zředěny. Fixní náklady také snižují flexibilitu podniku na výkyvy poptávky.

Dalším ukazatelem je finanční páka, kterou je možná nalézt v literatuře i pod názvem majetkový koeficient.

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.5)$$

Zdroj: [4]

Finanční řízení se zabývá dosažením optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování, jinak řečeno optimální zadlužeností. Jestliže podnik bude krýt své potřeby převážně vlastními zdroji, které jsou dražší, může tato situace vést k finančnímu zatížení podniku a k pomalé reakci na jeho finanční potřeby. Zadluženost není sama o sobě negativním jevem. V optimální míře přispívá k růstu rentability a tržní hodnoty společnosti. Základním ukazatelem zadlužení podniku je ukazatel celkové zadluženosti.

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.6)$$

Zdroj: [4]

Tento poměr představuje podíl cizího kapitálu k celkovým aktivům a měří podíl věřitelů, ze kterého je financován majetek firmy. Vyšší hodnota ukazatele znamená vyšší riziko věřitelů.

Obdobou ukazatele celkové zadluženosti je zadluženost vlastního kapitálu.

$$\text{Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.7)$$

Zdroj: [4]

U stabilní společnosti bude tento ukazatel nabývat hodnot v rozmezí od 0,8 do 1,2, to však závisí na fázi vývoje podniku a postoje vlastníků k riziku (Dluhošová, 2006).

Dalšími často používanými ukazateli jsou úrokové krytí a úrokové zatížení.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}} \quad (2.8)$$

Zdroj: [4]

Tento ukazatel nám poskytuje informaci o tom, kolikrát by podnik mohl splatit úroky z jeho zisku před zdaněním a úroky. Na základě dosažených hodnot tímto ukazatelem se dá usoudit, zda podnik efektivně hospodaří. Větší hodnoty znamenají lepší finanční situaci. Pokud je úrokové krytí menší než 1, úroky nemohou být splaceny z vytvořeného zisku.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{\text{EBIT}} \quad (2.9)$$

Zdroj: [4]

Úrokové zatížení vyjadřuje, jakou část vytvořeného zisku odčerpávají úroky (Dluhošová, 2006).

2. Ukazatelé rentability

Ukazatelé rentability poměří zisk, jakožto efekt dosažený podnikáním, k určitému vstupu, jako jsou celková aktiva, kapitál, nebo k tržbám. Existuje několik základních ukazatelů rentability:

$$\text{Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{VL. kapitál} + \text{Dl. cizí zdroje}} \quad (2.10)$$

Zdroj: [4]

Tímto ukazatelem se měří efektivnost dlouhodobě investovaného kapitálu a vyjadřuje, kolik korun zisku připadá na jednu korunu tohoto kapitálu. Jedná se o ukazatel, který je často využíván k mezipodnikovému srovnávání (Dluhošová, 2006).

$$\text{Rentabilita aktiv (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}} \quad (2.11)$$

Zdroj: [4]

Rentabilita aktiv bývá považována za základní ukazatel rentability, a to z důvodu, že poměřuje konečný dosažený efekt podnikatelskou činností (zisk) k celkově zapojenému majetku do této činnosti (aktiva). Doporučuje se v čitateli používat EBIT, tedy zisk před zdaněním a úroky, pak se často hovoří o produkční síle podniku.

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{\text{EAT}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.12)$$

Zdroj: [4]

Rentabilitou vlastního kapitálu je zjištěno, kolik korun zisku připadá na jednu korunu vlastního jmění. Existuje několik důvodů, které mohou působit na nárůst ukazatele ROE. Jsou jimi větší zisk společnosti, pokles úrokové míry cizího kapitálu, snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu a kombinace předchozích důvodů (Dluhošová, 2006). Detailnějšího rozboru lze docílit pomocí Du Pontova rozkladu.

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{tržby}} \quad (2.13)$$

Zdroj: [10]

Rentabilita tržeb je jedním z klíčových ukazatelů efektivnosti podniku. Zde je nutné správně zvolit jmenovatel zlomku, zda se jedná o tržby nebo výnosy. Ukazatel vypovídá o tom, kolik procent tržeb se přemění v zisk (Kislingerová, 2001). Nízká úroveň ukazatele signalizuje chybné řízení firmy, střední úroveň je znakem dobré práce managementu firmy a dobrého jména společnosti na trhu, vysoká pak ukazuje nadprůměrnou úroveň firmy. Ukazatel se využívá pro mezipodnikové porovnávání a srovnávání v čase (Dluhošová, 2006).

3. Ukazatelé likvidity

Likviditou je chápáno v obecném slova smyslu schopnost podniku hradit své závazky, tedy získávat dostatek peněžních prostředků pro splácení potřebných plateb. Ukazatelé likvidity poskytují informaci o tom, jak rychle je podnik schopen splácet své pohledávky, zda má prodejné výrobky nebo v případě potřeby je schopen prodat své zásoby.

$$\text{Ukazatel celkové likvidity} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.14)$$

Zdroj: [4]

Ukazatel celkové likvidity vypovídá o schopnosti splatit závazky splatné v blízké budoucnosti, pokud by podnik získal peněžní prostředky z prodeje celkových oběžných aktiv. Za optimální úroveň tohoto ukazatele se považují hodnoty v rozmezí od 1,5 do 2,5 (Dluhošová, 2006). Některá aktiva mají blíže k menší hotovosti než jiná. Dostaví-li se potíže, zásoby se nemusí podařit proměnit v peněžní prostředky za více než zlomek jejich hodnoty. Tyto potíže obvykle nastávají v případě, kdy není podnik schopen prodat zásoby dokončených výrobků za vyšší než výrobní cenu. Proto se obvykle manažeři zaměřují na likvidnější prostředky ve formě hotovosti, obchodovatelných cenných papírů a pohledávek, které zákazníci ještě nesplatili (Brealey, Myers, 2014). S těmito likvidnějšími prostředky se počítá v ukazateli pohotové likvidity:

$$\text{Ukazatel pohotové likvidity} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.15)$$

Zdroj: [4]

Od oběžných aktiv se odečítá nejméně likvidní část, a to zásoby. Zůstávají pouze pohotové prostředky jako je hotovost, peníze na bankovním účtu, krátkodobé cenné papíry a pohledávky. Hodnota ukazatele se doporučuje v rozmezí od 1 do 1,5 (Dluhošová, 2006).

Nejlikvidnějšími aktivy ve společnosti je hotovost a peníze na bankovním účtu, případně některé krátkodobé cenné papíry. Proto se finanční analytici také dívají na ukazatel okamžité likvidity (Brealey, Myers, 2014):

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.16)$$

Zdroj: [4]

U okamžité likvidity se berou v úvahu pouze prostředky, které má podnik k dispozici v aktuálním okamžiku. Tyto prostředky zahrnují peníze na pokladně, peníze na bankovním účtu a šeky (Dluhošová, 2006). Finančně zdravý podnik dle Valacha (1997) by měl nabývat hodnot ukazatele vyšších než 0,4. Dluhošová (2006) považuje za doporučenou hodnotu od 0,2 do 0,5.

Je třeba zde uvést i ukazatel čistého pracovního kapitálu.

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (2.17)$$

Zdroj: [4]

Ukazatel čistého pracovního kapitálu lze vypočítat také odečtením fixních aktiv od dlouhodobých zdrojů. Čistý pracovní kapitál představuje část oběžných aktiv, která se během roku přemění na pohotové peněžní prostředky a po splacení závazků splatných v nejbližší době může být použit k uskutečnění podnikových záměrů.

4. Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity jsou nazýváni také jako ukazatelé relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv, jak krátkodobých tak dlouhodobých. U těchto ukazatelů jsou rozlišovány dva typy, a to doba obratu a obratovost (počet obrátů). Nejčastěji se lze setkat s následujícími ukazateli:

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.18)$$

Zdroj: [4]

Za pomoci ukazatele obratu celkových aktiv je měřena intenzita využívání podnikového majetku, a používá se zejména při mezipodnikovém srovnávání. Čím je tento ukazatel vyšší, tím je využívání podnikového majetku efektivnější.

Prohozením čitatele se jmenovatelem vznikne ukazatel doby obratu aktiv.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.19)$$

Zdroj: [4]

Hodnota doby obratu aktiv vyjadřuje, za jak dlouhou dobu dojde k obratu celkových aktiv vzhledem k tržbám. Pro podnik je žádoucí mít tuto hodnotu co nejnižší.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.20)$$

Zdroj: [4]

Dobou obratu zásob je charakterizována úroveň běžného provozního řízení (Dluhošová, 2006). Pro ukazatele aktivity by mělo platit následující pravidlo; číselník a jmenovatel by měl být ve stejných cenách. To znamená, že pokud by obchodník evidoval zásoby v pořizovacích cenách, měly by být ve jmenovateli ukazatele náklady vynaložené na prodané zboží (Mařík, 2007).

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.21)$$

Zdroj: [14]

Tímto ukazatelem je monitorována strategie řízení pohledávek a jeho hodnota znamená, za jakou dobu podnik průměrně splácí své faktury. Pokud doba obratu pohledávek dlouhodobě překračuje dobu splatnosti závazků, je nutné prozkoumat platební kázeň odběratelů.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.22)$$

Zdroj: [14]

Za pomoci doby obratu závazků je sledována platební kázeň podniku. Výsledná hodnota vyjadřuje počet dní, za které náš podnik v průměru zaplatí své závazky. Charakterizuje platební disciplínu podniku vůči svým dodavatelům (Dluhošová, 2006).

5. Ukazatelé kapitálového trhu

Kromě účetních výkazů se zde také vychází z informací, které lze nalézt na kapitálovém trhu. Tato část ukazatelů je v zájmu potenciálních investorů a zejména pak akcionářů, kteří se zajímají o to, zda bude mít jejich investice přiměřenou návratnost. Pro výpočet jsou nutné dva předpoklady. Prvním z těchto předpokladů je, že se musí jednat o podnik s právní formou akciová společnost. Druhým předpokladem je, že její akcie musí být volně obchodovatelné na trhu (Kislingerová, 2001). Jelikož oceňovaná společnost, která je součástí diplomové práce, je společnost s ručením omezeným, nebude tato podkapitola dále popisována.

6. Bonita a finanční zdraví

Zhodnocením různých stránek finančního zdraví podniku pomocí finanční analýzy se dospěje zpravidla k závěru, že v některých oblastech vykazuje různé hodnoty, lepší či horší. V závěru finanční analýzy by mělo být jednoznačně odpovězeno na otázku, zda je podnik finančně zdravý nebo spěje k bankrotu. Existují dva způsoby, jakými lze stanovit konečný verdikt finanční analýzy. Prvním způsobem je verdikt finančního analytika na základě jeho zkušeností a intuice. Druhým způsobem je algoritmus. Jedná se o bonitní a bankrotní modely. Za pomocí těchto modelů bude získán jeden číselný výsledek, jehož hodnota bude znamenat, v jaké finanční situaci se podnik nachází, zda tvoří hodnotu nebo se blíží jeho bankrot (Mařík, 2007).

Úroveň finančního zdraví ve své podstatě vyjadřuje rezistenci financí podniku vůči provozním rizikům při dané finanční situaci.

Bonitu podniku lze definovat jako schopnost dlužníka v budoucnosti uspokojovat nároky věřitelů, tedy budoucí solventnost dlužníka (Grünwald, 2007).

Existuje množina metod, za pomoci kterých lze budoucí nesolventnost podniku identifikovat. Těmito modely je možné včas zaregistrovat potenciální finanční tíseň podniku. Tyto modely bývají označovány různě, nejčastěji však systémy včasného varování či predikční modely. Obvykle se dělí do dvou podskupin, jimiž jsou bankrotní modely a modely bonitní. Bankrotní modely vychází ze skutečných údajů a odpovídají na otázku, zda podnik zbankrotuje. Oproti tomu modely bonitní dokáží určit, zda je podnik dobrý nebo špatný a vycházejí částečně z teoretického základu a z části pragmatických (zobecněných) poznatků. Mezi nejčastěji používané modely patří například Altmanova formule bankrotu (Z-skóre), Indexy IN, Quick test, Taflerův bankrotní model apod. (Kalouda, 2009). V diplomové práci bude využit, a tedy i popsán, Index IN05 a Quick test.

Index důvěryhodnosti (IN05)

Jelikož Altmanova formule bankrotu byla koncipována pro firmy na americkém trhu, čemuž odpovídaly váhy jednotlivých ukazatelů, sestavili Neumaierovi na základě tohoto modelu index důvěryhodnosti IN aplikovatelný v podmínkách České republiky. Prvním indexem byl Index IN95. Zatím nejnovějším indexem, kterým byla aktualizována verze z roku 2001, jež ztrácela úspěšnost předpovědi, je index IN05. Tvar indexu IN05 je:

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{\dot{U}} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ} \quad (2.23)$$

Zdroj: [13]

Index IN05 byl podroben testováním na 1 526 podnicích, aby se zjistila praktická čísla ve vypovídající schopnosti v době vzniku indexu. Údaje zjištěné z testování indexu IN05 lze vidět v tabulce 2.1.

Tabulka 2.1 Pravděpodobnost tvaru hodnoty (TH) a bankrotu (B)

Index IN05		Pravděpodobnost			
		TH ano	TH ne	B ano	B ne
IN ≥ 1,6	Zóna bonity	95%	5%	8%	92%
1,6 ≤ IN < 0,9	Šedá zóna	70%	30%	50%	50%
IN < 0,9	Zóna bankrotu	24%	76%	97%	3%

Zdroj: Index IN05. In. Evropské finanční systémy, str. 146

V tabulce 2.1 lze spatřit vypovídající schopnost IN05. Když se podnik nachází pod spodní hranicí indexu, lze o něm říci, že jeho činnost vede z 97% k bankrotu a z 76% podnik nebude vytvářet hodnotu. V šedé zóně se nacházejí podniky, které na 50% zbankrotují a na 30% již nebudou tvořit hodnotu. Nejlepší podniky umístěné nad horní hranicí indexu mají 92% pravděpodobnost, že nezbankrotují, a na 95% budou tvořit hodnotu (Neumaierová, Neumaier, 2005).

Dalším modelem je ratingový model Kralickův Quick-Test.

Kralickův Quick-Test

Metoda byla vytvořena a původně používána v bankovním sektoru Spolkové republiky Německo v padesátých a šedesátých letech minulého století. Následně byla využita i v průmyslovém sektoru. Tato metoda bývá široce využívána dodnes. Ukazatelé a jejich hodnocení jsou znázorněni v následující tabulce 2.2.

Tabulka 2.2 Kralickův Quick-Test

Hodnota a hodnocení ukazatele					
Ukazatel	Výborný	Velmi dobrý	Dobrý	Špatný	Ohrožen insolvencí
Hodnota (známka)	1	2	3	4	5
VK/A	> 30%	> 20%	> 10%	< 10%	negativní
Splácení dluhu	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let
CF/T	> 10%	> 8%	> 5%	< 5%	negativní
ROA (S úroky)	> 12%	> 12%	> 8%	< 8%	negativní

Zdroj: KALOUDA, František. Finanční řízení podniku. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, 279 s. ISBN 978-80-7380-174-8.

Kde CF je čistý zisk po zdanění + úroky, splácení dluhu je (cizí zdroj – peněžní prostředky)/CF, ROA s úroky je (čistý zisk po zdanění + úroky z cizích zdrojů)/A.

Celkové hodnocení ratingu touto metodou se rovná aritmetickému průměru hodnot všech čtyř dílčích kritérií (Kalouda, 2009).

2.6 Finanční plán

Ještě před samotným oceněním je opodstatněné vytvořit finanční plán pro výpočet výnosových metod. Plán se skládá z hlavních finančních výkazů jako je výkaz zisků a ztrát a rozvaha. Finanční plán by neměl být sestaven bez konzultace s vedením podniku. V případě oceňování tržní či objektivizovanou hodnotou slouží názor vedení pouze jako jeden z pohledů, který by měl být vzat v úvahu. Podkladem pro vypracování finančního plánu je analýza dosažených výsledků podniku v minulých letech a analýza prostředí.

Hlavní kostru finančního plánu tvoří tržby z prodeje hlavních produktů podniku, zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření, plánovanou hodnotu zásob, pohledávek a závazků a výchozí prognóza investic do dlouhodobého majetku (Mařík, 2007).

2.7 Metody stanovení hodnoty

Cílem oceňování podniku je vyjádření jeho hodnoty pomocí peněžního ekvivalentu. Konečná hodnota by měla být určena na základě využití více oceňovacích metod, aby bylo docíleno co nejpřesnějšího výsledku. Tyto metody oceňování se dělí v zásadě do tří okruhů:

1. oceňování založené na analýze výnosů (výnosové metody),
2. oceňování založené na analýze trhu (tržní metody),

U metod založených na analýze trhu má podstatnou roli cena akcie společnosti, která je dána trhem. Prostřednictvím těchto metod jsou oceňovány akciové společnosti. Předmětem diplomové práce je ocenění společnosti s ručením omezeným, a proto je využití metod tržního oceňování prakticky nemožné provést a teoretický popis nebude součástí této práce.

3. oceňování založené na analýze majetku (majetkové ocenění).

2.7.1 Výnosové metody

Hodnota statku u těchto metod je dána očekávanými výnosy pro jeho držitele. Tyto výnosy mohou být skutečnými příjmy, ale mohou být chápány i v jiném smyslu. Podle toho, jak je na tyto výnosy nahlíženo, se rozlišují tři základní výnosové metody, a to metoda diskontovaného čistého cash flow, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a kombinované výnosové metody. Jednou z dalších známých metod oceňování je také metoda ekonomické přidané hodnoty. Její definice je uvedena v příloze č. 13.

2.7.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF)

Jedná se o základní výnosovou metodu, ve které se nahlíží na výnosy jako na reálné příjmy pro držitele statku. Základem této metody je tedy současná hodnota budoucích peněžních toků společnosti. Tato výnosová metoda se vyskytuje ve více variantách podle toho, jak je dosaženo hodnoty vlastního kapitálu. Mezi nejznámější patří DCF entity, DCF equity, DCF APV, neboli upravená současná hodnota, a metoda DDM (dividendový model). V praxi jsou ovšem nejvíce využívány metody entity a equity (Mařík, 2007).

DCF entity

Východiskem pro stanovení hodnoty metodou DCF entity jsou peněžní toky z provozu, od kterých jsou odečteny investice, aby byly získány volné peněžní toky do firmy (Free cash flow to firm). Postup získání FCFF je patrný z tabulky 2.3.

Tabulka 2.3 Postup výpočtu FCFF

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$)
2.	-	Upravená daň z příjmů ($KPVH_D \cdot \text{daňová sazba}$)
3.	=	Provozní výsledek hospodaření po zdanění ($KPVH$, NOPAT)
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku
9.	=	Volný peněžní tok (FCFF)

Zdroj: MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy

Celý výpočet volného peněžního toku je závislý na korigovaném provozním výsledku hospodaření. Občas je využíván EBIT, ten se však nedoporučuje. Místo něj je lepší využít výsledek hospodaření využívaný metodou ekonomické přidané hodnoty NOPAT.

Významným prvkem modelu DCF entity je diskontní míra, pomocí které se převedou budoucí výnosy na současnou hodnotu. V diskontní míře je započítán nejen faktor času, ale i riziko, které je spojené s danou investicí (Kislingerová, 2001). U modelu DCF entity se jako diskontní míra využívají průměrné náklady kapitálu (WACC).

WACC je vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a dluhu s váhou danou vlastním kapitálem a cizím kapitálem. WACC se vypočte podle známého vzorce (2.24)

$$WACC = r_E \cdot \frac{E}{E + D} + r_D \cdot \frac{D}{E + D} \cdot (1 - T_c) \quad (2.24)$$

Zdroj: [2]

Kde r_E je náklad na vlastní kapitál, popřípadě požadovaná rentabilita vlastního kapitálu, r_D jsou náklady na cizí kapitál (průměrná úroková sazba), E je vlastní kapitál, D je cizí kapitál, T_c je daňová sazba z příjmů právnických osob (Benninga, 2014).

Pro výpočet WACC je nutné znát náklady na vlastní kapitál. Tyto náklady mohou být získány různými metodami. Jednou z nich je pomocná metoda, která stanovuje náklady vlastního kapitálu na úrovni průměrné rentability odvětví. Náklady cizího kapitálu se vypočtou podle následujícího vzorce (Mařík, 2007):

$$R_d = i \cdot (1 - T_c) \quad (2.25)$$

Zdroj: [4]

Kde R_d jsou náklady kapitálu, i jsou nákladové úroky/průměrný stav bankovních úvěrů, T_c je daňová sazba.

U využití tohoto vzorce při výpočtu WACC je nutné dávat pozor, aby nebyl dvojnásoben účinek daňového štítu.

Metoda DCF entity probíhá standardně ve dvou krocích.

1. Určení celkové hodnoty podniku

Touto hodnotou je možné rozumět výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Celková hodnota bude získána diskontováním peněžních toků generujících se z hlavního provozu podniku. V úvahu se neberou investice, výnosy a náklady spojené s majetkem, který není provozně nutný.

2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu

Metoda DCF entity implicitně počítá pouze s financováním z vlastních zdrojů, a proto celkovou hodnotu podniku snížíme o úročené dluhy k datu ocenění.

Posledním krokem oceňování bude přičtení hodnoty neprovozních aktiv k provozní hodnotě vlastního kapitálu (Mařík, 2007).

Celková hodnota podniku (H_b) se určí podle obecného vzorce ((2.26))

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (2.26)$$

Zdroj: [12]

kde $FCFF_t$ jsou volné cash flow do firmy v roce t , $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu, n je počet let předpokládané existence podniku.

Ve skutečnosti se však předpokládá, že podnik bude existovat déle, než je období predikce. Předchozí řešení výpočtu hodnoty podniku je omezeno neschopností plánovat peněžní toky pro jednotlivé roky v tak dlouhém období. Toto omezení překonává obvykle využívaná dvoufázová metoda.

Dvoufázová metoda

Principem dvoufázové metody je rozdělení budoucího období na dvě fáze. V první fázi je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Koncem první fáze začíná fáze druhá, která pokračuje až do nekonečna. Výše zmíněný vzorec (2.26) se dále rozšiřuje o pokračující druhou fázi. Vzorec pak bude vypadat takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{PH}{(1 + WACC)^T} \quad (2.27)$$

Zdroj: [12]

kde T je délka první fáze v letech, PH je pokračující hodnota, $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

Hodnotu očekávaných peněžních toků v období ukončení první fáze až do nekonečna je nutné přepočítat k datu ukončení první fáze, aby byla získána současná hodnota očekávaných peněžních toků.

U dvoufázové metody je důležité se rozhodnout, pro jak dlouhé období je možné plánovat peněžní toky, a kdy bude začínat druhá fáze. Toto rozhodnutí záleží na mnoha kritériích jako je například životní cyklus podniku, stabilita odvětví, podnikové plány, cyklus ekonomiky apod.

Pokračující hodnota (PH)

Pro stanovení pokračující hodnoty nekonečně rostoucí řady peněžních toků se využívá Gordonův vzorec:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g} \quad (2.28)$$

Zdroj: [12]

kde T je poslední rok prognózovaného období, WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu, g je předpokládané tempo růstu FCFF během druhé fáze.

K využití Gordonova vzorce je však potřeba dodržet pravidlo $WACC > g$. Tempo růstu g je nutné odhadnout v závislosti na tempu růstu HDP. Obvykle se tato hodnota pohybuje v intervalu 3% až 6% (Mařík, 2007). Dále je potřeba vypočítat čitatele, tedy odhad FCFF pro první rok, kdy již není sestaven finanční plán, podle následujícího vzorce:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T \cdot (1 + g) \quad (2.29)$$

Zdroj: [12]

kde $FCFF_t$ jsou volné cash flow do firmy v roce t, g je předpokládané tempo růstu FCFF během druhé fáze.

DCF equity

Cílem je zjistit hodnotu vlastního kapitálu. Východiskem metody DCF equity je volný peněžní tok pro vlastníky, taktéž označovaný jako FCFE (free cash flow to equity). Jeho výpočet navazuje na FCF, kterého bylo dosaženo v tabulce 2.3. Následující tabulka 2.4 zobrazuje postup výpočtu FCFE.

Tabulka 2.4 Postup výpočtu FCFE

	FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
-	Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít (úrok · (1 – daňová sazba))
-	Splátky úročeného cizího kapitálu
+	Nově přijatý úročený cizí kapitál
=	FCFE

Zdroj: MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 2., upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 9788086929323.*

Zjištěné peněžní toky se diskontují za pomoci nákladů vlastního kapitálu. Pro výpočet pokračující hodnoty FCFE se využívá upravený Gordonův vzorec (2.28). Dosazením do následujícího vzorce (2.30) bude dosaženo hodnoty vlastního kapitálu.

$$H_p = \sum_{t=1}^T FCFE \cdot (1 + i_k)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \cdot (1 + i_k)^{-T} \quad (2.30)$$

Zdroj: [12]

kde FCFE je volný peněžní tok pro vlastníky, i_k jsou náklady na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení, g je předpokládané tempo růstu (Mařík, 2007).

2.7.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda byla vyvinuta v německy mluvících zemích, jejichž postupy oceňování jsou propracované a postavené na obecně přijímaných zásadách, které jsou:

1. pro ocenění je určující jeho účel,
2. podnik je potřeba oceňovat jako hospodářskou jednotku,
3. princip rozhodného dne,
4. ocenění provozně nutného majetku,
5. oddělené ocenění neprovozního majetku,
6. zásada transparentnosti.

U této metody se výnosová hodnota počítá pouze z výnosů pro vlastníky vlastního kapitálu. Jedná se tedy o metodu tzv. „netto“ neboli „equity“. Jsou rozlišovány dvě základní varianty této metody v závislosti na chápání čistých výnosů. První varianta je využívána na akademické půdě a vychází z určování čistého výnosu jako rozdílu mezi příjmy a výdaji, tedy cash flow. Druhá varianta je využívána převážně v praxi. Čistý výnos této varianty je chápán účetně, jako rozdíl mezi výnosy a náklady. Postup při tomto oceňování je podobný jako u všech výnosových metod (Mařík, 2007). Postup vypadá takto:

1. analýza a úprava dosavadních výsledků podniku,
2. prognóza budoucích čistých výnosů,
3. odhad kalkulované úrokové míry,
4. vlastní propočet výnosové hodnoty. Ten se dále dělí:
 - analytická metoda,
 - paušální metoda.

Analytická metoda

Ocenění je postavené na předpovědi budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Tuto metodu lze pokládat za obdobu metody DCF s tím rozdílem, že očekávaný výnos nekalkulujeme z peněžních toků, nýbrž z upravených budoucích výsledků hospodaření. Pokud má být oceněním touto metodou dosaženo co nejvíce objektivní hodnoty,

musí se vycházet z řady odnímatelných čistých výnosů, respektive skutečných budoucích výnosů co nejméně ovlivněných účetní politikou.

Jsou-li k dispozici data o skutečných budoucích výnosech a předpokládá se trvalá existence podniku, lze využít dvoufázovou metodu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot \frac{1}{(1 + i_k)^T} \quad (2.31)$$

Zdroj: [12]

kde H_n je hodnota podniku netto, $\check{C}V_t$ je odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy, T je délka období, pro které jsme schopni odhadnout čistý výnos, $T\check{C}V$ je trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu, i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu.

Paušální metoda

Jak postupovat, když se jedná o podnik, jehož budoucí vývoj je obtížné předpovědět, popřípadě se jedná o podnik s výrobou na zakázku. Podniky v takovýchto případech mohou dále růst, ale i v nejbližší době ukončit svou činnost. V takové situaci je vhodné využít metodu paušální. Principem metody je analýza minulých výsledků, zhruba 3 až 5 let, a na základě těchto výsledků použít průměr za celé minulé období pro prognózu budoucnosti (Benköová, 2015).

Postup při výpočtu paušální metody lze aplikovat v několika krocích. Prvním krokem je analýza celého dosavadního vývoje podniku a úprava minulých výsledků hospodaření, z nichž se vypočte trvalý čistý výnos jako jejich průměr:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K (q_t \cdot \check{C}V_t)}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (2.32)$$

Zdroj: [12]

kde $\check{C}V_t$ jsou minulé upravené čisté výnosy, q_t jsou váhy, které určují význam výnosu za určitý rok, K je počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Takto vypočtený trvale odnímatelný čistý výnos je potřeba upravit tak, aby lépe odpovídal předpokládané prognóze podniku. Následně při vypočtení samotné hodnoty vlastního kapitálu podniku musí být ve jmenovateli hodnota nákladů vlastního kapitálu

očištěna o inflaci, neboť metoda počítá se stálými cenami. Výpočet pak bude následující (Mařík, 2007):

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k - \text{inlace}} \quad (2.33)$$

Zdroj: [12]

kde TČV je trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu, i_k jsou průměrné náklady vlastního kapitálu

2.7.1.3 Kombinované výnosové metody

Jak je v názvu uvedeno, jedná se o kombinované metody, jelikož se usiluje o sloučení majetkových a výnosových metod. První z těchto metod je metoda střední hodnoty nebo také nazývána Schmalenbachova metoda pojmenovaná po svém tvůrci, německému ekonomovi, Eugenovi Schmalenbachovi.

Metoda střední hodnoty

Metoda je jednoduchá na výpočet. Je nutné mít vyčíslenou výnosovou hodnotu (V), obvykle se používá k tomuto výpočtu metoda kapitalizovaných čistých výnosů, a substanční hodnotu (S), která je založena na reprodukčních cenách. Zprůměrováním je získána hodnota podniku (H), vzorcem vyjádřeno takto:

$$H = \frac{V + S}{2} \quad (2.34)$$

Zdroj: [12]

Je potřeba u výpočtu jednotlivých hodnot používat pouze hodnoty vlastního kapitálu. Pokud by byla zprůměrována substanční hodnota netto s výnosovou hodnotou celého podniku, výpočet by nedával smysl. Tuto metodu lze využít pouze v případě nízkých odlišností hodnot v čitateli, zpravidla ve výši 5% až 10%. V případě vyššího rozdílu by mělo být přihlíženo pouze k hodnotě výnosové, která je pro investora rozhodující.

Další metodou je metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Na rozdíl od předešlé metody se hodnota podniku nevyčísľuje jako průměr hodnot výnosových a substančních, nýbrž jako jejich rozdíl. Ve své podstatě touto metodou lze zjistit hodnotu goodwillu společnosti. Předpokladem této metody je, že podnik musí produkovat

vyšší zisk (mimořádný čistý výnos) než je zisk na úrovni bezrizikového výnosu. Pak při výpočtu je možné získat mimořádný čistý výnos odečtením plánovaného čistého výnosu od bezrizikového výnosu. Hodnota podniku je vyčíslena následujícím vztahem:

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k \times S_n}{i_{k2}} \quad (2.35)$$

Zdroj: [12]

Kde S_n je Substanční hodnota, $\check{C}V$ je plánovaný čistý výnos, i_k je diskontní úroková míra, i_{k2} je úroková míra vyšší než diskontní, protože mimořádný čistý výnos je spojen s vyšším rizikem (Střitelský, 2009).

2.7.2 Majetkové ocenění

Z názvu je patrné, že u těchto metod je zjišťována samotná majetková podstata společnosti, taktéž označovaná jako substanční hodnota. Majetková hodnota se vypočítá jako souhrn individuálního ocenění jednotlivých složek majetku, od kterých se následně odečtou závazky. Při volbě metody je důležité nejprve odpovědět na otázku, zda se předpokládá další pokračování podniku. Pokud bude odpovězeno kladně a bude se vycházet z předpokladu trvalé existence podniku, bude se využívat především oceňování na principu reprodukčních cen. Jestliže se nepředpokládá dlouhodobá existence podniku, neboť jeho životnosti je omezená či je podnik již ve ztrátě, bude využita likvidační hodnota.

Metoda likvidační hodnoty

Jak již bylo řečeno v úvodu kapitoly majetkového ocenění, tato metoda se využívá za předpokladu brzkého ukončení činnosti společnosti. Lze ji také využít při ocenění podniků ztrátových, odhadnutí dolní hranice ocenění podniku, při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku apod. Výpočet likvidační hodnoty je teoreticky jednoduchý, ale prakticky velice obtížný, a to z důvodu, že je třeba odhadnout ceny majetku, které je schopen trh vstřebat. V případě, že prodej majetku bude probíhat bez jakéhokoliv tlaku nebo časové tísně, měl by být oceněn na úrovni tržních cen.

Metoda účetní hodnoty

Každý podnik je povinen vést podle zákona účetnictví, ze kterého je možné vyčíslit celkovou hodnotu podniku jako sumu aktiv (pasiv), popřípadě odečtením cizích zdrojů od aktiv získat hodnotu vlastního kapitálu. Záporům metody účetní hodnoty je využívání

historických cen, což vede zejména u dlouhodobého majetku ke značnému odchýlení se od ekonomické reality (Kislingerová, 2001).

Substanční hodnota

Jedná se o základní oceňovací metodu společnosti, při které se oceňují jednotlivé složky majetku podniku cenami převládajícími k datu oceňování. Jsou odstraněny nedostatky účtování v historických cenách, které nedokonale zobrazují tržní hodnotu majetku a vedou k podhodnocení aktiv. Těžiště této metody spočívá ve stálých aktivech, jež jsou dlouhodobě vázány v podniku a vytváří kapacitu, která tvoří užitnou hodnotu. Druhou složku tvoří oběžný majetek, u něhož je důležitá schopnost přeměnit se na pohotové, likvidní prostředky. Aktiva mají tedy dvě rozdílné funkce, a těmi jsou vytváření užitku a zabezpečování plynulosti reprodukčního procesu. Z tohoto důvodu je nutné k jejich hodnocení v účetním vyjádření přistupovat odlišně.

Náplní práce odhadce je také práce s pasivní částí rozvahy, kde jde především o reálné vyjádření závazků. Měly by být vyjádřeny i potenciální závazky, které nejsou v účetnictví zachycovány, ale znamenají zatížení nákladů pro nového majitele podniku.

V prvním kroku metody vychází odhadce z účetnictví a postupuje tak, že jednotlivé majetkové části se znovu oceňují jako součást fungujícího podniku (tzv. going-concern princip).

Výsledkem metody je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čisté reprodukční náklady. Ve své podstatě tato zjištěná hodnota odpovídá na otázku, kolik by měl investor zaplatit, pokud chtěl založit ten samý podnik k datu oceňování (Mařík, 2007).

Náklady na znovupořízení, které jsou základem pro ocenění substanční hodnoty, lze získat několika způsoby jako například indexovou metodou, přímým zjišťováním cen, oceňování podle zvolené jednotky a funkčním zjišťováním cen.

Indexová metoda

Historické ceny jsou upraveny vhodným cenovým indexem k datu ocenění. V zahraničí se používají například obecné cenové indexy jako index životních nákladů, nebo speciální indexy pro vybrané zboží. Pokud dochází k výraznému technickému pokroku, je využití této metody problematické.

Přímé zjišťování cen

Základem je odvozování cen z podkladů výrobců. Může se jednat o ceníky, případně kalkulace cen.

Zjišťování cen pomocí zvolených jednotek

Vychází se z podobných podkladů jako u předešlé metodiky, ale zjištěné ceny se přepočítávají na jednotku, například čtvereční metr budovy.

Metoda funkčního zjišťování cen

Kombinují se všechny předešlé metodiky. Využívá se, pokud je požadováno zjištění nákladů na vybraný proces, kupříkladu produkci množství oceli. Jednotkové náklady se přitom s rozsahem nemění (Mařík, 2007).

Výpočet substanční hodnoty je velice náročný proces. Může trvat až několik týdnů. Postup výpočtu lze zobrazit následovně:

Tabulka 2.5 Postup výpočtu substanční hodnoty netto

	Souhrn majetkových hodnot potřebných k dalšímu podnikání v aktuálních cenách
+	Výnos z prodeje majetku, který k dalšímu podnikání není potřeba
=	Substanční hodnota brutto
-	Hodnota všech závazků a dluhů
=	Substanční hodnota netto

Zdroj: VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 1997, 247 s. ISBN 80-901991-6-x.

3 Charakteristika podniku ABC s. r. o.

Aplikace teoretických východisek bude provedena ve společnosti ABC s. r. o., která si z důvodu prozrazení důležitých informací o hospodaření podniku konkurenci nepřeje zmiňovat v této práci svůj pravý název.

Jak již z názvu vyplývá, jedná se o obchodní společnost. Tato společnost byla založena 18. listopadu 1994. Hlavní součástí činnosti zmíněné společnosti je velkoobchod, ve kterém je nabízen široký sortiment materiálů pro stavební firmy, které se zabývají výstavbou a opravami inženýrských sítí, a to při použití moderních a technicky kvalitních výrobků domácích i zahraničních výrobců. Společnost ABC s. r. o. svým působením dnes přesahuje hranice ostravského regionu a realizuje obchodní vztahy po celém území České republiky, ale i v zahraničí. Mimo jiné podnik poskytuje odbornou poradenskou činnost projekčním kancelářím, stavebním firmám i malým stavebníkům. Hlavním oborem činnosti je velkoobchod, kromě opravy motorových vozidel, a tedy spadá do odvětví CZ – NACE 46.

Cílem podniku je „*spokojenost zákazníků s kvalitními službami a zbožím, spokojený prodejce s upřímnými a věrnými zákazníky*“.

Společnost si potrpí na vzájemném dobrém vztahu, který přináší jejím partnerům řadu výhod. Díky svým hromadným odběrům zboží od dodavatelů může společnost poskytnout atraktivní cenovou výhodnost zákazníkům.

Filozofií společnosti ABC s. r. o. není dodávat každému za každou cenu, ale zajišťovat hlavně svým obchodním partnerům exkluzivitu v daném regionu, a to jak stavebním firmám, tak i konečným zákazníkům.

Své smluvní partnery si společnost hýčká nabídkou výhod, jako je přímý kontakt s výrobcem při řešení specifických technických problémů při realizaci jednotlivých zakázek, přístup k různým slevám, pomoc při řešení různých problémů, kterými mohou být například neplatiči, nadstandardní řešení reklamací, ucelený sortiment produktů, dělené dodávky, řešení paletového hospodářství a podobně.

Základní členění druhů dodávaných materiálů jsou:

- venkovní kanalizace,
- venkovní rozvody pitné vody včetně armatur,
- vnitřní odpady,

- drenážní a odvodňovací technika,
- venkovní rozvody plynu,
- ostatní příslušenství jako jsou vnitřní rozvody pitné vody, kabelové chráničky apod.

Společnost ABC s. r. o. splnila požadavky normy ČSN EN ISO 9001:2009 a používá systém řízení kvality v oboru velkoobchod-maloobchod s materiály pro opravy a výstavbu inženýrských sítí, o kterém obdržela certifikát systému managementu jakosti.

Díky rozšíření působnosti na trhu, širokému sortimentu prodáváného zboží a v posledních letech zvyšujícími se stavebními investicemi na území Moravskoslezského kraje, se společnosti daří meziročně udržovat, případně navyšovat čistý obrat. S tímto vývojem je v neposlední řadě spojeno vytváření pracovních míst. Aktuálně společnost zaměstnává 28 zaměstnanců. Společnost rovněž pořádá a organizuje pro své zaměstnance školení a semináře o novinkách s výrobcí prodáváného sortimentu zboží, včetně školení k nové legislativě v oblasti daňové, sociální a pracovně-právní.

V oblasti životního prostředí má společnost ABC s.r.o. uzavřenu smlouvu o likvidaci odpadů papírových, plastových a PE folií se společností OZO Ostrava s. r. o. a Technickými službami města Olomouce. S těmito společnostmi jsou rovněž uzavřeny smlouvy o likvidaci komunálního odpadu. V oblasti pracovněprávních vztahů, v návaznosti na stávající i nové pracovní příležitosti, se společnost ABC s. r. o. neustále zabývá zkvalitňováním pracovních podmínek svých zaměstnanců.

Účetnictví je zpracováváno v účetním softwaru K2 společnosti K2 atmitec s.r.o.

Základní kapitál podniku činí 2 000 000 Kč, na jehož splácení se podílí dva společníci stejným dílem. Jedná se o jednu osobu právnickou, jednu fyzickou

3.1 Analýza prostředí

Podnik ABC s. r. o. se nachází v podnikatelském prostředí, kde jej ovlivňují například konkurenti, dodavatelé, odběratelé apod. To vše je součástí globálního prostředí, které působí na podniky různými faktory. Aby byla hodnota podniku odhadnuta co nejpřesněji, je jedním z kroků charakterizování těchto prostředí pomocí analýz PEST a Porterovy analýzy pěti konkurenčních sil.

3.1.1 Analýza PEST

Pomocí PEST analýzy budou zkoumány celkem čtyři důležité faktory vnějšího podnikatelského prostředí. Faktory globálního prostředí může jen stěží analyzovaná firma ovlivnit, kdežto faktory samotné mohou ovlivnit, ať už negativně, tak i pozitivně, dění ve firmě či její hospodaření. Tyto faktory jsou politicko-právní, ekonomické, sociální a vědeckotechnické.

3.1.1.1 Politicko-právní faktory

Politicko-právní faktory mohou firmu ovlivnit především zákony a politickým děním. Mezi zákony, které mají vliv na analyzovaný podnik, patří:

- Zákon č. 586/1992 Sb., o dani z příjmů, který stanovuje daň z příjmu právnických osob, jenž musí společnost odvádět,
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, tímto zákonem je stanoven rozsah a způsob vedení účetnictví,
- Zákon č. 262/2006 Sb., Zákoník práce upravuje pracovně právní vztahy mezi podnikem a jeho zaměstnanci,
- Zákon č. 89/2012 Sb., nový Občanský zákoník, jehož smyslem je upravit veškeré soukromoprávní vztahy,
- Zákon č. 90/2015 Sb., o obchodních korporacích, tímto zákonem jsou určeny náležitosti pro založení společnosti s ručeným omezením,
- Zákon č. 280/2009 Sb., Daňový řád upravuje práva a povinnosti daňových subjektů a třetích osob při správě daní.

Mezi významné politické zásahy do podnikatelské sféry v posledních letech spadá prosazení elektronické evidence tržeb, kterou však nebude chod podniku neovlivněn. Politickou situaci lze pokládat za stabilní a neočekávají se v nejbližších letech zásahy do odvětví.

3.1.1.2 Ekonomické faktory

Ekonomické faktory mají významný vliv na výkonnost podniku, a proto je nutné sledovat jejich minulý, současný a budoucí vývoj. Z hlediska ekonomiky je nutné sledovat tempo růstu HDP, fiskální politiku státu, vývoj úrokových sazeb a inflaci.

Vývoj HDP

Hrubý domácí produkt je základním národohospodářským ukazatelem pro měření výkonnosti celé ekonomiky. Jedná se o sumu hodnoty všech statků a služeb nově vytvořených na určitém území v daném období. Vývoj HDP v České republice od roku 2012 do roku 2015, zjištěný výdajovou metodou očištěnou od sezónnosti, je znázorněn v následující tabulce 3.1.

Tabulka 3.1 Vývoj HDP v ČR

Rok	2012	2013	2014	2015
HDP v běžných cenách (mld. Kč)	4 041	4 077	4 260	4 472
HDP ve stálých cenách roku 2010 (mld. Kč)	3 986	4 020	4 157	4 439
Meziroční změna HDP v %, očištěná od inflace a sezónnosti	-0,8	-0,5	+2	+4,3

Zdroj: ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Tab. Výdaje na hrubý domácí produkt, sezonně očištěno. Český statistický úřad [online]. 04. 03. 2016, [cit. 2016-03-26]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_cr

V roce 2012 byl zaznamenán meziroční pokles HDP o 0,8% oproti roku předešlému. Bylo to způsobeno prohlubující se ekonomickou recesí během celého roku. Hlavní příčinou byl nepříznivý vývoj tuzemské poptávky po zboží a službách, která klesla až o 4,1%. Klesla rovněž poptávka investorů po kapitálu. Začátkem roku 2013 pokračovala probíhající ekonomická recese. Zatímco výdaje domácností se postupně zvedaly, pokles investic do kapitálu nadále přetrvával. Ekonomickou situaci dále zhoršil výsledek zahraničního obchodu, který působil na HDP negativně. V průběhu roku se postupně ekonomika zvedala. Tento růst pokračoval i nadále v dalším roce. K tomu napomohla zejména zahraniční poptávka podpořená růstem hrubého kapitálu a výdaji domácností a vlády. V roce 2014 tedy vzrostlo HDP o 2 %. Česká ekonomika v roce 2015 nadále rostla, HDP vzrostlo oproti předchozímu roku o 4,3 %. Jedná se o nejvyšší nárůst za posledních osm let. K tomuto nárůstu přispěla vyšší investiční aktivita a vyšší spotřeba domácností.

Prognóza vývoje, dle Ministerstva financí České republiky, je růst HDP v roce 2016 o 2,5%, v roce 2017 o 2,6% a v roce 2018 o 2,6%.

Fiskální politika státu

Z hlediska makroekonomického vývoje výrazně překvapil rok 2015 svým růstem ekonomiky, nicméně je nutné tento růst chápat jako výjimečný z několika klíčových důvodů. Jde především o fiskální stimul vedený masivními investicemi spolufinancovanými prostředky z programového období 2007-2013, a dále pak nízké ceny ropy. Z hlediska prognózy v následujících letech se očekává pokles tempa růstu HDP na hodnotu okolo 2,5%. Dále vláda dočasně přerušuje fiskální restriktci v zájmu podpory hospodářského oživení. Od roku 2016 by mělo být fiskální úsilí kladné.

Jednou z hlavních priorit stávající vlády je zvyšování efektivity výběru daní a boj proti daňovým unikům. Ministerstvo financí České republiky zavedlo opatření, která možnosti krácení daní výrazně omezí a tím podpoří zvyšování daňových příjmů při zachování stávající daňové zátěže. Od 1. 1. 2016 platí kontrolní hlášení k dani z přidané hodnoty a v druhé polovině roku bude zavedena elektronická evidence tržeb.

Aktuální sazba daně z příjmu právnických osob pro rok 2016 je 19% a neočekává se její změna.

Vývoj úrokových sazeb

Vývoj úrokových sazeb má v analyzovaném podniku zejména vliv na náklady kapitálu pro jeho financování. Pro zobrazení úrokových sazeb je použita pražská mezibankovní nabídková sazba PRIBOR, za kterou si banky navzájem poskytují úvěry na mezibankovním trhu. Vývoj sazeb od roku 2012 až do roku 2015 je zobrazen v následující tabulce 3.2.

Tabulka 3.2 Vývoj úrokových sazeb 3M PRIBOR

Rok	2012	2013	2014	2015
3M PRIBOR	1,0%	0,5%	0,4%	0,3%

Zdroj: ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Tab. Tabulka klíčových makroekonomických indikátorů. Česká Národní Banka [online]. 04. 02. 2016, [cit. 2016-03-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#PRIBOR

Mezi léty 2012 až 2015 je zaznamenán každoroční pokles úrokových sazeb až na úroveň 0,3%, která byla zaznamenána v roce 2015. Dle prognózy ČNB v následujícím roce tato sazba zůstane stejná, avšak v roce 2017 nastane navýšení na 0,9%.

Inflace

Inflace se v podniku projevuje na vstupech i výstupech. Proto je důležité, jak podnik dokáže flexibilně na změny inflace reagovat. Důležité rovněž je, do jaké míry se může inflace projevovat, nehledě na to, že v období inflace jsou podhodnocovány historické ceny stálých aktiv, která jsou odepisována. Vývoj inflace je znázorněn v následující tabulce 3.3.

Tabulka 3.3 Vývoj inflace v ČR

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inflace	1,5%	1,9%	3,3%	1,4%	0,4%	0,3%

Zdroj: ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Inflace – druhy, definice, tabulky. [cit. 2016-04-7].

Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

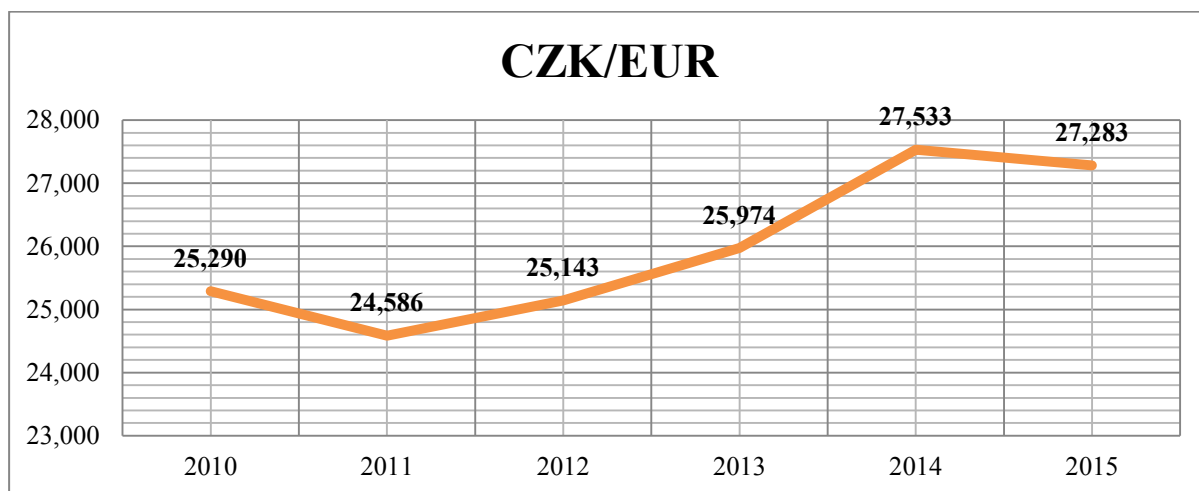
Od roku 2012 se neustále snižuje tempo růstu cenové hladiny. V roce 2015 byl nárůst cenové hladiny na úrovni 0,3%. V tomto roce se na poklesu inflace podílely ceny potravin a nealkoholických nápojů (-0,2%), které klesly poprvé od roku 2009, a dopravy (-0,4%). Na snížení cenové hladiny měly vliv i pošta a telekomunikace. Naopak největší vliv na růst inflace měli alkoholické nápoje a tabák (0,4%), bydlení (0,3%), odívání a obuv, rekreace a kultura, stravování a ostatní zboží a služby. Jelikož ČNB stanovuje inflační cíl ve výši 2% s tolerančním pásmem $\pm 1\%$, lze očekávat v následujících letech její zvyšování.

Dle Ministerstva financí České republiky bude inflace v roce 2016 1,4%, 2017 2% a v roce 2018 1,9%.

Měnový kurz

Analyzovaná firma prodává a nakupuje zboží i v zahraničí, konkrétně v zemích střední Evropy, kde platí měna euro. Z tohoto důvodu je nutné také sledovat vývoj měnového kurzu eura. Vývoj průměrných denních nominálních kurzů koruny vůči euru za roky 2010-2015 je znázorněn v následujícím grafu 3.1.

Graf 3.1 Vývoj nominálního kurzu koruny vůči euru



*Zdroj: ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Hlavní makroekonomické ukazatele. [cit. 14. 4. 2016].
Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr*

Ve výše uvedeném grafu 3.1 vývoje nominálního kurzu koruny vůči euru lze spatřit nárůst hodnoty od roku 2011, který se zastavil až v roce 2014 na hodnotě 27,533 Kč za euro. Pro rok 2015 hodnota mírně klesla na hodnotu 27,283 Kč za euro. ČNB stanovila kurzový závazek držet kurz koruny vůči euru poblíž 27 Kč za euro. A proto nelze očekávat výrazné změny kurzu pod hodnotu 26 Kč nebo nad hodnotu 28 Kč za euro.

3.1.1.3 Sociální faktory a vědecko-technické faktory

Sociální faktory monitorují nové trendy ve společnosti, jako jsou potřeby zákazníků, apod. Na velkoobchod to má vliv, protože musí přizpůsobovat své produktové portfolio podle potřeb konečných zákazníků. Pokud by nastala produktová inovace, kterou by zákazníci vyžadovali, musí ji zařadit mezi své nabízené produkty. Posledním takto přidaným produktem byly svěrné spojky UNIDELTA vhodné pro rozvod studené vody, závlahové systémy nebo provizorní stavební rozvody či novinky v geotextiliích, které zajistí dlouhodobou živostnost drenážního potrubí nebo oddělení jednotlivých povrchových vrstev.

Vědecko-technické faktory ovlivňují podstatně výrobce materiálů a produktů. Velkoobchod těmito faktory není pravděpodobně ovlivněn.

3.1.2 Porterova analýza pěti konkurenčních sil

Pomocí analýzy pěti konkurenčních sil bude charakterizováno odvětví, ve kterém se podnik ABC s. r. o. nachází. Postupně budou definováni jeho dodavatelé, odběratelé, substituty, potenciální konkurence a stávající konkurenti v odvětví.

Dodavatelé

Společnost ABC s. r. o. spolupracuje s mnoha dodavateli materiálů a produktů, se kterými má dobré dlouhodobé vztahy, díky nimž mohou nabídnout cenově výhodné produkty svým zákazníkům. Dodavatelé jsou dále vázáni smluvně dodávat své produkty v požadované kvalitě. Jak již bylo zmíněno, společnost nakupuje od řady dodavatelů, je jich více jak 120, a proto není pravděpodobné, že by došlo k ohrožení ziskovosti nebo podniku prostřednictvím jejich vyjednávací síly.

Dodavatele však podnik ohrozit mohou, ale zejména ze strany konkurence, jelikož mnozí z dodavatelů také své produkty prodávají skrze vlastní obchod.

Zákazníci

Zákazníkem může být kdokoliv, od fyzických osob až po velké podniky. Společnost se maximálně přizpůsobuje požadavkům svých zákazníků a to jak sortimentem prodáváného zboží, tak i příslušným servisem, poradenstvím a v konečně fázi i případnou dopravou zboží na místo určení dle potřeb jednotlivých odběratelů. Cílem společnosti je spokojenost zákazníků s kvalitními službami a zbožím. Dodávky zboží se realizují převážně na území České republiky ale i do zahraničí. Nejziskovějšími zákazníky společnosti jsou velké stavební podniky, které odebírají zboží ve velkém množství. Proto se firma zaměřuje především na získání těchto zákazníků prostřednictvím různých výhod při hromadném nákupu apod. Z tohoto důvodu mají velcí zákazníci jistou vyjednávací sílu a snižují ziskovost.

Konkurenti v odvětví

Konkurence v odvětví velkoobchodu s materiálem pro inženýrské sítě je relativně velká. Funguje zde mnoho firem specializujících se na jednotlivé produkty. Většina dodavatelů zboží pro společnost ABC s. r. o. sama provozuje svůj obchod. Pro zákazníka je však jednodušší, když si nakoupí vše z jednoho místa, a proto se zaměříme na podobné velkoobchody.

Prvním z velkých konkurentů je **Ptáček-velkoobchod a. s.** Tato společnost nabízí sortiment zaměřený na dodávky systémů pro výstavbu vodovodu, kanalizace, rozvodu plynu a vodního hospodářství. Mimo prodej nabízí i služby jako jsou návrhy čerpadel, školení stavebních firem, technické dozory na stavbách, vypracování cenových nabídek apod. Společnost má čtyři logistické centra, nejbližší je v Olomouci, a více než 50 poboček. Je

členem skupiny EDT GmbH (Evropské sdružení profesionálních velkoobchodů v oblasti sanity a topení). Společnost Ptáček- velkoobchod a. s. realizovala v roce 2014 obrat v hodnotě 5,5 mld. Kč., z toho byl pak zisk před zdaněním 220 mil. Kč. Aktiva společnosti jsou 3 mld. Kč.

Dalším z konkurentů je společnost **BPK nord spol. s. r. o.** Společnost má sídlo blízko Liberce a dodává stavební materiály pro výstavbu a rekonstrukce objektů po celé České republice. Kromě dodávky materiálu poskytuje výstavbu a rekonstrukci objektů, opravy kanalizací, zpracování projektové dokumentace, engineering a stavební dozor. Společnost měla v roce 2014 obrat v hodnotě 74 mil. Kč, z toho dosáhla zisku před zdaněním 886 tis. Kč. V aktivech má společnost 27 mil. Kč.

Firma **Alitron – OST, s. r. o.** nabízí kompletní sortiment pro inženýrské sítě. Navíc poskytuje i vlastní kamionovou dopravu po celé České republice a Slovensku. Za dobu své působnosti si vytvořila tato společnost stabilní odběratelskou síť největších stavebních firem, jednotlivců i soukromníků. Sídlo společnosti se nachází u města Zlín. Hodnota společnosti v aktivech dosáhla v roce 2014 60 mil. Kč. Tržeb tato firma realizovala 134 mil. Kč., z toho zisku před zdaněním 1 555 tis. Kč.

Naše společnost má mnoho dalších konkurentů z řad dodavatelů a společností, které nabízejí větší či menší spektrum zboží. Jedná se o společnosti jako je Hornbach, Baumax, Obi, ACO stavební prvky s. r. o., ANTICOR Bohemia s. r. o., Buderus litinové systémy s. r. o. a další.

Je velice obtížné nalézt přímé konkurenty vybrané společnosti, neboť žádná firma nenabízí ten samý sortiment zboží jako analyzovaná společnost ABC s. r. o.

Substituty

Substituty se v oblasti velkoobchodu hledají velice obtížně. Podnik poskytuje velmi různorodé zboží a materiály pro firmy, které se zabývají výstavbou inženýrských sítí, jako jsou vodovody, kanalizace, plynovody apod. Co se týče kanalizačního potrubí, společnost nabízí více než 500 různých druhů zboží. Substitutem by tedy mohla být nová inovativní technologie výstavby kanalizace. Z důvodu širokého portfolia zboží a neustálého doplňování o nové produkty je pravděpodobnost ohrožení ze strany substitutu mizivá.

Potenciální konkurenti

Potenciální konkurence je ovlivněna zejména bariérami vstupu do podnikání. Tyto bariéry jsou zejména finanční. Potenciální konkurent musí zajistit při zakládání velkoobchodu se stavebním materiálem budovy pro skladování velkého množství zboží, kterým se musí předzásobit. Po konzultaci s ekonomem společnosti ABC s. r. o. došlo ke stanovení závěru, že pro založení velkoobchodu konkurujícího naší společnosti, by měl potenciální konkurent disponovat přibližně kapitálem ve výši 8 000 000 Kč. Velice záleží na poskytovaném zboží. Další bariérou při založení podniku je získání zákazníků, kteří již spolupracují se stávajícími firmami. Je tedy nepravděpodobné, že by společnost ohrožoval vstup nových konkurentů na trh se stavebními materiály.

3.2 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti ABC s. r. o. bude provedena na základě účetních výkazů zkontrolovaných auditorskou společností, které jsou součástí příloh č. 1 až 3. Díky této analýze bude zhodnocena finanční situace podniku. Součástí finanční analýzy bude vertikální a horizontální analýza rozvahy a výkazu zisků a ztrát, následně budou vypočteny jednotlivé poměrové ukazatele a bonita společnosti.

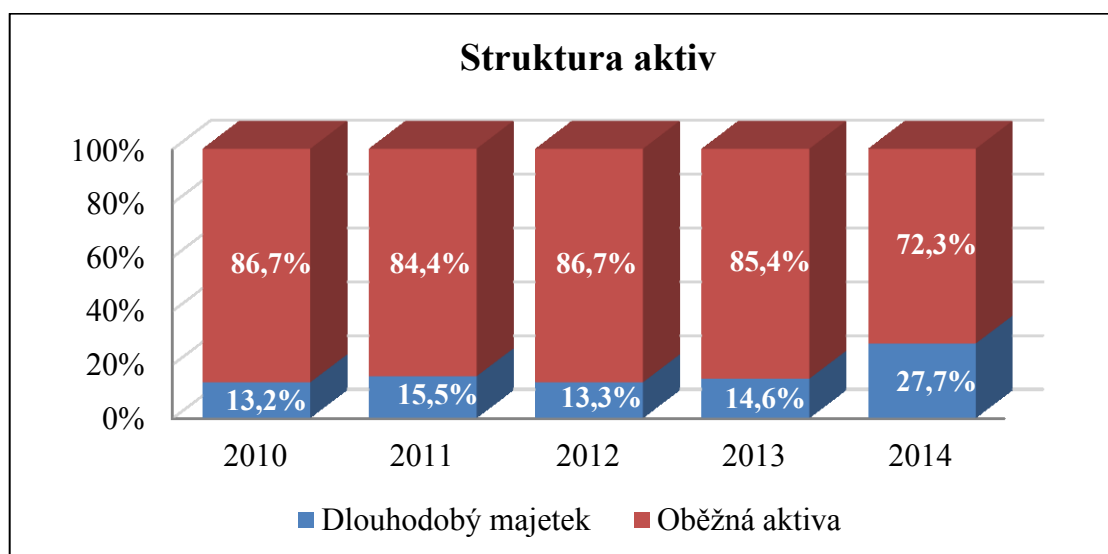
3.2.1 Vertikální analýza

Za pomoci vertikální analýzy bude rozebrána struktura rozvahy a výkazu zisků a ztrát. Jednotlivé položky budou poměřovány ke svému příslušnému celku.

Vertikální analýza rozvahy

Položky aktiv jsou vztaženy k celkovým aktivům. Kompletní rozbor vertikální analýzy aktiv je uveden v příloze č. 14. Vývoj struktury aktiv v průběhu let 2010 až 2014 zachycuje graf 3.2.

Graf 3.2 Vývoj struktury aktiv 2010-2014



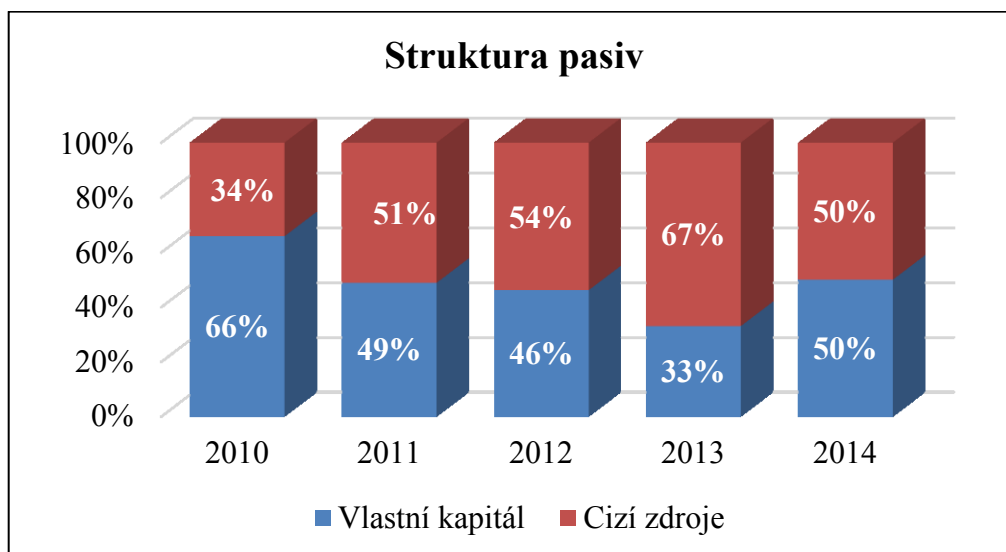
Zdroj: Vlastní vypracování

V grafu 3.2 lze rozpoznat výrazný nepoměr mezi dlouhodobým majetkem a oběžnými aktivy podniku. Mezi léty 2010 až 2013 se oběžná aktiva v průměru podílela na celkových aktivech 85,8%. Tento nepoměr je zapříčiněn udržováním zásob, což lze v případě velkoobchodu akceptovat, a velmi vysoké hodnotě pohledávek. V průměru se zásoby na oběžných aktivech podílí 21%. Pohledávky tvoří v průměru 76% oběžných aktiv. Toto velké množství pohledávek pravděpodobně výrazně navýší ukazatel celkové a pohotové likvidity.

Výrazný nepoměr aktiv a pasiv podniku přetrvával až do roku 2013. V roce 2014 společnost zaznamenala pokles celkových aktiv, jehož příčinou bylo především snížení hodnoty pohledávek oproti roku 2013 o 39%, a zároveň se zvýšila hodnota stálých aktiv o 29%, čímž se nepoměr struktury rozvahy snížil.

Druhou stránku rozvahy tvoří celková pasiva. Kompletní vertikální analýza je uvedena v příloze č. 15. Vývoj struktury pasiv v průběhu let 2010-2014 lze spatřit v grafu 3.3.

Graf 3.3 Vývoj struktury pasiv 2010-2014



Zdroj: Vlastní vypracování

V roce 2010 měly v pasivech většinovou převahu vlastní zdroje financování nad cizími. Vlastní zdroje se podílely na celkových pasivech ze 66%. Až do roku 2013 se postupně tento podíl vlastních zdrojů snižoval až na úroveň 34%. Příčinou bylo zvyšování cizích zdrojů, především krátkodobých závazků a bankovních úvěrů a výpomocí, zatímco vlastní kapitál se výrazně nezměnil. V roce 2013 byl zaznamenán největší rozdíl mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji financování. Vlastní zdroje se podílely na pasivech 33%, cizí zdroje pak 67%. Tento nepoměr zapříčinila výstavba nového skladu, která musela být financována za pomoci bankovního úvěru, a kontokorentní úvěr na provozní financování skladových zásob zboží ve výši 40 763 tis. Kč, jenž byl následující rok z převážné většiny splacen. V roce 2014 byla zaznamenána rovnováha pasiv, kdy se vlastní kapitál i cizí zdroje podílely na celkových pasivech 50%. V rámci analýzy je předmětné ještě rozdělit cizí zdroje na krátkodobé a dlouhodobé. 19,4 % ze zmíněných 50% cizích zdrojů je dlouhodobých.

Porovnáním struktury pasiv a aktiv v roce 2014 bylo zjištěno, že dlouhodobý majetek je kompletně financován dlouhodobými zdroji, které jej dokonce i přesahují. Není tedy dodrženo zlaté bilanční pravidlo financování, jelikož je část oběžného majetku, konkrétně 41,7%, financována z dlouhodobých zdrojů. Dochází tedy k silnému překapitalizování podniku a ke kladnému čistému pracovnímu kapitálu.

Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

Pro rozbor vertikální analýzy výkazu zisků a ztrát budou využity jako základna výpočtu tržby za prodej zboží. Průměrně za roky 2010 až 2014 se na těchto tržbách nejvíce podílějí náklady vynaložené na prodané zboží 86%, osobní náklady 5,6% a výkonová spotřeba 3,8%. Průměrná směrodatná odchylka jednotlivých hodnot je 0,96%, což značí, že struktura výkazu zisků a ztrát se v průběhu času výrazně nemění. Podíl zisku před daněmi a nákladovými úroky byl největší v roce 2010, kdy se podílel na tržbách 7,4%. naopak nejnižší hodnotu nabyl v roce 2013 2,5%. V roce 2014 byl pak tento podíl 3,5%. Kompletní vertikální analýza výkazu zisků a ztrát je uvedena v příloze č. 16.

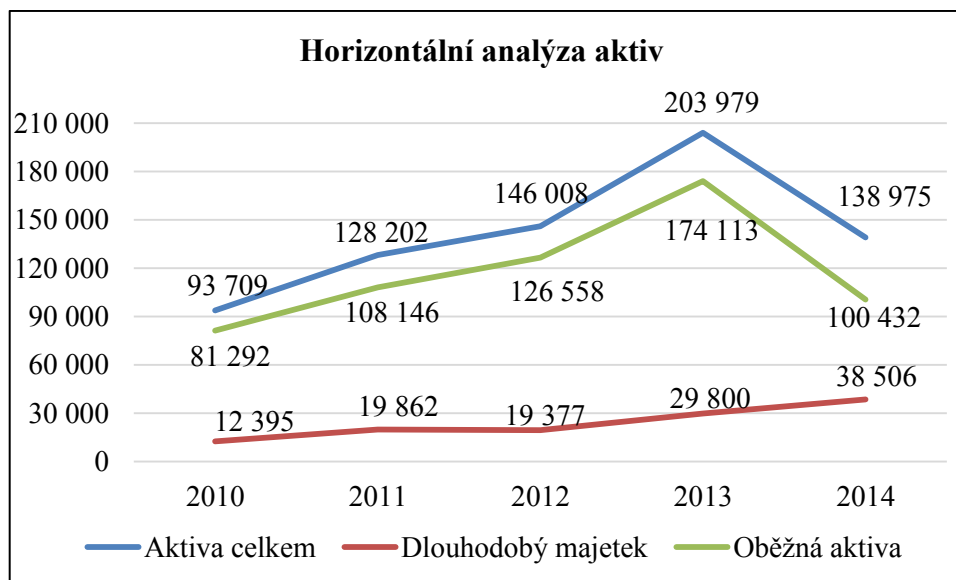
3.2.2 Horizontální analýza

V Horizontální analýze bude zkoumán vývoj jednotlivých položek rozvahy a výkazu zisků a ztrát v čase.

Horizontální analýza rozvahy

Časový vývoj celkových, dlouhodobých a oběžných aktiv v průběhu let 2010 až 2014 lze pozorovat v grafu 3.4. Celková horizontální analýza aktiv je uvedena v příloze č. 17.

Graf 3.4 Horizontální analýza aktiv (v tis. Kč)



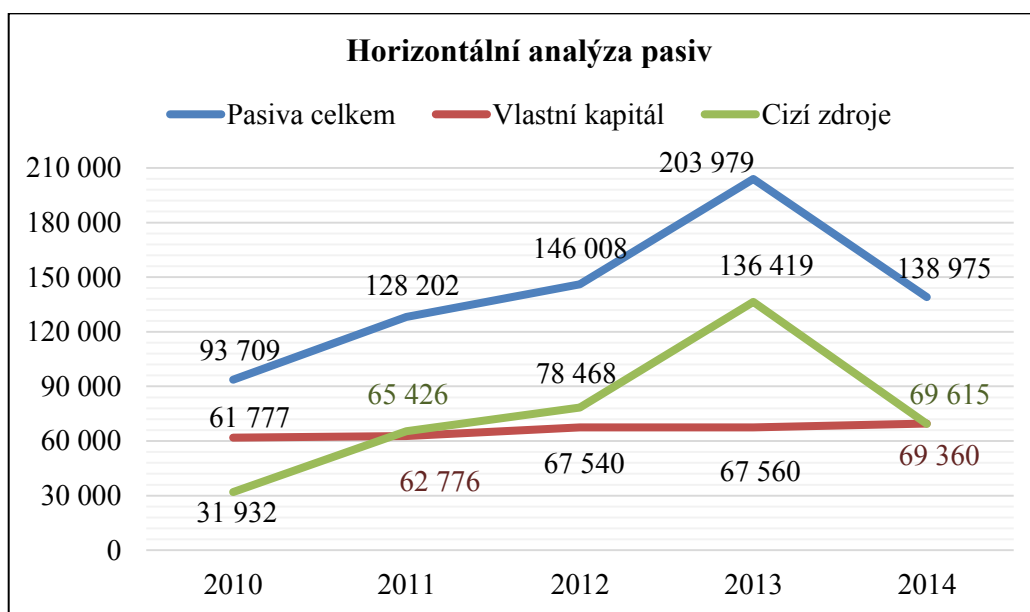
Zdroj: vlastní vypracování

Od roku 2010 aktiva, jak oběžná, tak i dlouhodobá, každoročně zaznamenávají nárůst až do roku 2013. V tomto období je výjimkou pouze rok 2012, kdy stálá aktiva nepatrně poklesla. Zásadní změna byla zaregistrována mezi léty 2013 a 2014, kdy meziročně hodnota

celkových aktiv poklesla o 65 mil. Kč. Hlavní příčinou tohoto poklesu bylo snížení stavu oběžných aktiv o 74 mil. Kč. Po důkladnějším rozboru rozvahy bylo zjištěno, že oběžná aktiva klesla díky splacení krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů. Pohledávky z obchodních vztahů klesly ze 146 mil. Kč (2013) na 70 mil. Kč (2014). Žádná jiná změna, která by významně ovlivnila strukturu aktiv, nebyla odhalena.

Analýzováním pasiv lze zjistit, že zatímco vlastní kapitál zůstává v průběhu let 2010 až 2014 téměř nezměněný, u cizích zdrojů jsou zaznamenány přírůstky od roku 2010 ze 32 mil. Kč až do roku 2013 na 136 mil. Kč. Následující rok 2014 hodnota cizích zdrojů klesá na úroveň 70 mil. Kč. Tento pokles způsobilo z menší části splacení závazků z obchodních vztahů (o 13 mil. Kč), a větší části splacení bankovního kontokorentního úvěru (50 mil. Kč). Horizontální analýzu vlastních a cizích zdrojů zachycuje graf 3.5.

Graf 3.5 Horizontální analýza pasiv (v tis. Kč)



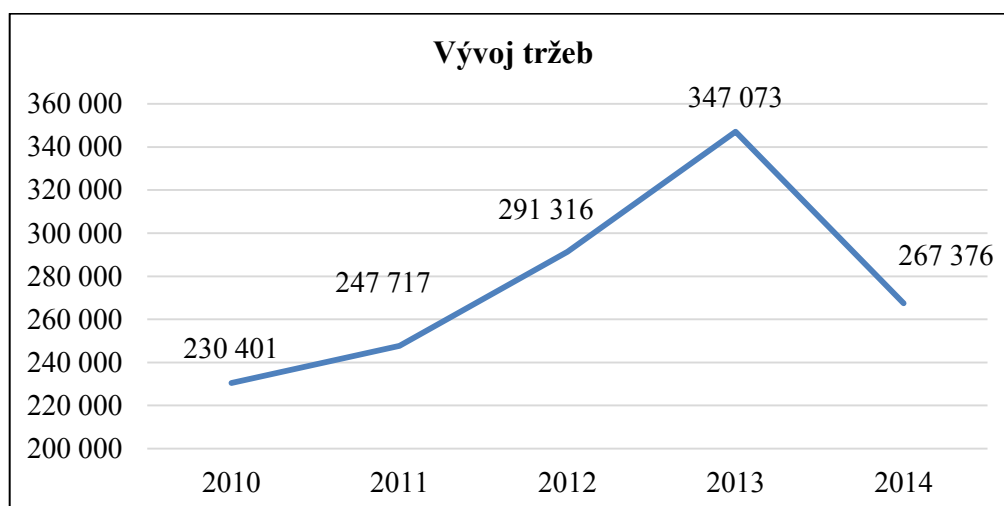
Zdroj: vlastní vypracování

Kompletní horizontální analýzu pasiv lze spatřit v příloze č. 18.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

V rámci horizontální analýzy výkazu zisků a ztrát bude hlavní pozornost věnována tržbám a zisku. Druhá největší položka tohoto výkazu, náklady na prodané zboží, se vyvíjí v závislosti na tržbách, a proto není nutné ji popisovat. U ostatních položek nedochází k výrazným výkyvům. Vývoj tržeb je znázorněn v grafu 3.6.

Graf 3.6 Vývoj tržeb pro roky 2010-2014 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní vypracování

Tržby za prodej zboží mají stejnou tendenci růstu a následného poklesu v roce 2014 jako aktiva a pasiva. Rostou od roku 2010, kde dosáhly 230 mil. Kč, až na úroveň 347 mil. Kč, která byla zaznamenána v roce 2013. Přestože tržby dosáhly za 5 let nejnižších hodnot v roce 2010, čistý zisk byl v tomto roce nejvyšší, 13,5 mil. Kč. Naopak v roce 2013, kde byly zaregistrovány nejvyšší tržby v historii podniku, tomu bylo obráceně a bylo dosaženo pouze 7 mil. Kč zisku. Významný vliv na to měla cenová politika společnosti. I když lze pozorovat rozdíl tržeb z let 2010 a 2013 +117 mil. Kč, u obchodní marže byl zaznamenán nárůst pouze o 3 mil. Kč. Na menší zisk měly také určitý vliv další faktory, jako je zvýšení osobních nákladů, změna stavu rezerv apod. V roce 2014 klesly tržby od roku 2013 o 80 mil. Kč a byly ve výši 267 mil. Kč. I přes tuto skutečnost nedošlo ke snížení zisku, nýbrž ke zvýšení. Čistý zisk byl 8 mil. Kč.

Kompletní zpracování horizontální analýzy je uvedené v příloze č. 19.

3.2.3 Poměrové ukazatele

Výpočet poměrových ukazatelů likvidity, rentability, zadluženosti, finanční stability a aktivity bude proveden pro roky 2010-2014. K výpočtům byly využity vzorce uvedené v kapitole 2.5.1.2.

Ukazatelé likvidity

Za pomocí ukazatelů likvidity je hodnocena schopnost podniku uhradit své závazky. Likvidita vypočtená pro roky 2010 až 2014 je zobrazena v tabulce 3.4.

Tabulka 3.4 Ukazatelé likvidity

Ukazatel/Rok	2010	2011	2012	2013	2014
Celková likvidita	6,98	4,21	3,08	4,08	3,93
Pohotová likvidita	5,01	3,31	3,02	3,50	3,07
Okamžitá likvidita	0,15	0,04	0,02	0,04	0,28
ČPK (v tis. Kč)	69 639	82 457	85 458	131 415	74 862

Zdroj: Vlastní vypracování

Hodnotou celkové neboli běžné likvidity je udáváno, kolikrát je podnik schopen splatit své závazky, kdyby proměnil veškerá oběžná aktiva na peněžní prostředky. Doporučují se hodnoty v rozmezí od 1,5 do 2,5. Analyzovaný podnik dosáhl v roce 2014 hodnoty 3,93. Tuto situaci lze pokládat za dobrou, neboť není přímo ohrožena platební schopnost podniku, na druhou stranu je tato hodnota velice vysoká a může být snižována výnosnost podniku.

Největším problémem příliš vysoké likvidity nejsou zásoby, ale pohledávky, protože i po odečtení zásob zůstává výsledná hodnota pohotové likvidity velká. Pohotová likvidita dosahuje v posledním sledovaném roce indexu 3,07. Obecně přijímaná úroveň této likvidity je od 1 do 1,5.

Okamžitou likviditou jsou brány v úvahu při splácení krátkodobých závazků pouze platební prostředky, které má společnost k dispozici. Odečítají se tedy zásoby i pohledávky. Doporučená hodnota je v rozmezí 0,2 až 0,5. V letech 2011 až 2013 se společnost potýkala s velmi špatnou okamžitou likviditou. V roce 2014 však byla převýšena spodní doporučená hranice a byla zaznamenána okamžitá likvidita na úrovni 0,28.

Čistý pracovní kapitál v roce 2014 byl 74 mil. Kč. Tato hodnota by mohla znamenat nadbytečně vysoké náklady na financování z dlouhodobých nebo vlastních zdrojů.

Ukazatelé rentability

Smyslem ukazatelů rentability neboli ziskovosti je zhodnotit úspěšnost dosahování zisku společnosti při zohlednění vložených prostředků. Přehled výsledků těchto ukazatelů je zobrazen v následující tabulce 3.5.

Tabulka 3.5 Ukazatelé rentability

Ukazatel/Rok	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilita dlouhodobých zdrojů	0,28	0,15	0,19	0,11	0,11
Rentabilita aktiv	0,18	0,08	0,09	0,04	0,07
Rentabilita vlastního kapitálu	0,22	0,11	0,16	0,09	0,12
Rentabilita tržeb	0,07	0,04	0,05	0,02	0,03

Zdroj: Vlastní vypracování

V období let 2010 až 2014 dochází k výraznému poklesu všech rentabilit. Největšího poklesu bylo dosaženo rentabilitou dlouhodobých zdrojů, nejmenšího naopak rentabilitou tržeb. Pozitivně lze brát fakt, že ani jedním z ukazatelů rentability nebylo nedosaženo záporných hodnot.

Rentabilitou dlouhodobých zdrojů byla zaznamenána v roce 2014 hodnota 11%. Tedy jedna koruna vložených dlouhodobých zdrojů do podnikání, jako je vlastní kapitál a dlouhodobé bankovní úvěry, vytvořila zisk 0,11 Kč. Oproti roku 2013 nedošlo k žádné změně tohoto ukazatele. To zapříčinil růst dlouhodobých zdrojů stejným tempem, jako byl růst zisku před zdaněním a úroky. Pokud však bude srovnána hodnota ukazatele s rokem 2010, bude zjištěn pokles o 17%.

U rentability aktiv, bez ohledu na to jakými zdroji tato aktiva byla financována, byla dosažena úroveň 7% v roce 2014. Aktiva v tuto dobu činila 139 mil. Kč, a zisk před zdaněním a úroky 9,3 mil. Kč. Srovnáním s rokem s nejvyšší hodnotou, tedy 2010, kdy byla rentabilita aktiv 18%, bylo zjištěno, že pokles byl způsoben úbytkem EBIT o téměř 8 mil. Kč a zvýšením aktiv o 45 mil Kč.

Vlastní kapitál se během let 2010 až 2014 zvyšuje nepatrně každým rokem. Za tyto 4 roky se zvýšil o 8 mil. Kč. Ukazatel rentability vlastního kapitálu reflektuje zejména vývoj čistého zisku, jehož výkyvy ovlivňují ukazatel podstatněji, nežli vlastní kapitál. Hodnota ukazatele pro rok 2010 byla 22% a postupným kolísáním se snížila až na hodnotu 12%, která byla zaznamenána v roce 2014.

Rentabilitou tržeb bylo dosaženo v roce 2014 hodnoty 3%. Jinak řečeno každých 34 Kč tržeb za prodej zboží vydělá podniku 1 Kč zisku. Zde musí být zvážen obor podnikání. Kvůli srovnatelnosti s oborovými ukazateli byl využit EBIT v čitateli. Velkoobchod má velmi vysoké náklady na nákup zboží, které dále prodává. Záleží na cenové politice společnosti a

její obchodní marži, která musí pokrýt ostatní náklady, jako je spotřeba energie, mzdové náklady, daně, sociální náklady apod.

Ukazatelé zadluženosti a finanční stability

Výsledky ukazatelů finanční stability jsou uvedeny v následující tabulce 3.6 a ukazatelé zadluženosti pak v tabulce 3.7.

Tabulka 3.6 Ukazatelé finanční stability

Ukazatel/Rok	2010	2011	2012	2013	2014
Podíl vlastního kapitálu na aktivech	0,69	0,49	0,46	0,33	0,50
Stupeň krytí stálých aktiv	5,23	3,44	3,75	2,54	2,16
Podíl stálých aktiv	0,13	0,15	0,13	0,15	0,28
Podíl oběžných aktiv	0,87	0,84	0,87	0,85	0,72
Finanční páka	1,52	2,04	2,16	3,02	2,00

Zdroj: Vlastní vypracování

Ukazatelem podílu vlastního kapitálu na aktivech je zjištěno, jakou měrou financuje podnik všechna aktiva, bez ohledu zda jsou dlouhodobá či krátkodobá, vlastním kapitálem vloženým do podnikání. Do roku 2013 měl tento ukazatel klesající trend, což značilo zhoršující se finanční stabilitu. V roce 2014 způsobil pokles aktiv o 65 mil. Kč a mírný růst vlastního kapitálu zvýšení tohoto ukazatel na 50%. Toto lze pokládat za příznivou situaci, neboť změnu aktiv způsobilo zmenšení hodnoty pohledávek, jejíž hodnota byla příliš vysoká.

Za pomoci ukazatele stupně krytí stálých aktiv je zjištěno, kolikrát by mohla být stálá aktiva financována dlouhodobými zdroji. Trend ukazatele je klesající. Nepatrnou výjimkou je pouze rok 2012, kdy došlo k navýšení tohoto ukazatele. V roce 2010 byla hodnota 5,23. Výsledkem bylo velké překapitalizování společnosti a nedocházelo k adekvátnímu využití dlouhodobých zdrojů. Hodnota 2,16 zaznamenaná v roce 2014 tedy znamená zvýšení efektivity využití dlouhodobých zdrojů za 4 roky o více než 300%.

Podíl stálých a oběžných aktiv jsou ukazateli doplňkovými pro vertikální analýzu. Součet těchto dvou ukazatelů by měl dávat 100%. Jak již bylo zmíněno v kapitole 3. 3. 1. největší rozdíl mezi stálými a oběžnými aktivy byl v roce 2010, kdy byl tento poměr 13% stálých a 87% oběžných aktiv. Tento poměr se s minimálními výkyvy držel až do roku 2013. V roce 2014 díky poklesu pohledávek se situace mírně vyvážila a zaznamenala poměr 28% stálých a 72% oběžných aktiv.

Prohozením čitatele a jmenovatele ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech je získán ukazatel finanční páky, známý také jako majetkový koeficient. Hodnota koeficientu mezi roky 2013 a 2014 klesla na hodnotu 2. Důvodem byla změna finanční struktury podniku, přestože u vlastního kapitálu byl zaznamenán mezi těmito lety nárůst, cizí kapitál klesl o 67 mil. Kč.

Tabulka 3.7 Ukazatelé zadluženosti

Ukazatel/Rok	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost	0,34	0,51	0,54	0,67	0,50
Zadluženost vlastního kapitálu	0,52	1,04	1,16	2,02	1,00
Úrokové krytí	36	17	19	15	11
Úrokové zatížení	0,03	0,06	0,05	0,07	0,09

Zdroj: Vlastní vypracování

Ukazatelem celkové zadluženosti podniku je měřen podíl věřitelů na celkovém kapitálu. V 2014 dosáhl hodnoty 50%, na které mají největší podíl bankovní úvěry a výpomoci a krátkodobé závazky z obchodních vztahů.

Zadluženost vlastního kapitálu závisí na postoji vlastníků k riziku. Dle Dluhošové (2006) by se u stabilních společností měla tato hodnota nacházet v pásmu od 80% do 120%. Až na roky 2010, kdy byla hodnota zadluženosti VK 52% a rok 2013 202%, se hodnoty držely uprostřed doporučeného pásma. V roce 2014 byla zaregistrována 100% zadluženost vlastního kapitálu.

Výsledná hodnota úrokového krytí znamená, kolikrát je společnost schopna z vytvořeného zisku splatit úroky. Trend je klesající s výjimkou roku 2012. Na počátku sledovaného období, tedy v roce 2010, byl schopen podnik splatit úroky ze zisku 36krát, v roce 2014 už pouze 11 krát. I když dochází k výraznému poklesu v období mezi lety 2010-2014, hodnota tohoto ukazatele je stále dostatečná, protože úroky odčerpávají jen 9% vytvořeného zisku. Tato hodnota byla zjištěna ukazatelem úrokového zatížení, jenž je doplňujícím ukazatelem úrokového krytí. Pokles způsobilo snížení zisku ze 17 mil Kč (2010) na 9 mil. Kč (2014) a současného zvýšení nákladových úroků o 382 tis. Kč.

Ukazatelé aktivity

Vázanost kapitálu v růstných formách aktiv je uvedena v následující tabulce 3.8.

Tabulka 3.8 Ukazatelé aktivity

Ukazatel/Rok	2010	2011	2012	2013	2014
Obrátka celkových aktiv	2,5	2,0	2,0	1,7	2,0
Doba obratu aktiv (dny)	145	184	179	212	183
Doba obratu zásob (dny)	36	33	31	26	31
Doba obratu pohledávek (dny)	85	118	122	153	118
Doba obratu závazků (dny)	18	37	50	44	34

Zdroj: Vlastní vypracování

Obrátka celkových aktiv je ukazatelem, jehož pomocí se měří intenzita využití celkového majetku. Čím je výsledek ukazatele vyšší, tím je v podniku efektivněji využíván majetek. Hodnota ukazatele kolísá kolem hodnoty 2, která byla dosažena v letech 2011, 2012 a 2014. V těchto letech je efektivita využití aktiv 200%. V roce 2013 způsobil pokles hodnoty nárůst pohledávek. Doplnujícím ukazatelem je doba obratu aktiv. V roce 2014 došlo k obratu aktiv za 183 dnů.

Z ukazatele doby obratu zásob vyplývá, za jakou dobu firma průměrně prodá své zásoby. Od roku 2010 docházelo ke snižování doby obratu zásob z 36 dnů, do roku 2013, který zaznamenal dobu obratu 26 dnů. Důsledkem snížení tržeb z roku 2013 na rok 2014 o 79,5 mil Kč došlo k navýšení ukazatele na 31 dnů.

Dobou obratu pohledávek je udávána doba, za kterou jsou průměrně splaceny pohledávky. Průměrně trvá odběratelům zaplatit faktury 118 dnů v roce 2014. Z účetního auditu společnosti bylo zjištěno, že 27,7 mil. Kč ze 71 mil. Kč tvoří pohledávky po lhůtě splatnosti. Je nutné přezkoumat platební kázeň odběratelů.

Dobou obratu závazků je vyjádřeno, jak dlouhou dobu průměrně trvá společnosti splatit poskytnutý obchodní úvěr. Průměrně trvá společnosti splatit své závazky 34 dnů. Tato hodnota je několikanásobně menší než doba obratu pohledávek a je porušeno pravidlo solventnosti, tedy že doba obratu závazků by měla být větší než doba obratu pohledávek. Solventnost samotná však narušena nebyla, protože společnost disponuje dostatečnými finančními prostředky. Důkazem je výrok auditora, který tvrdí, že účetní jednotka nevykazuje k rozvahovému dni závazky po lhůtě splatnosti více jak 30 dnů. Časem však může docházet ke krytí závazků úvěrem a neustálému prohlubování zadluženosti.

Srovnání ukazatelů finanční analýzy podniku a průměrů odvětví

Pro srovnání jednotlivých ukazatelů finanční analýzy podniku s odvětvovými ukazateli, byla využita data roku 2014, dostupná na serveru Ministerstva průmyslu a obchodu pro obor CZ – NACE 46, velkoobchod, kromě motorových vozidel, do kterého patří i analyzovaný podnik ABC s. r. o. Přehled oborových ukazatelů lze nalézt v příloze č. 9. Srovnání ukazatelů znázorňuje tabulka 3.9.

Tabulka 3.9 Srovnání vybraných oborových a podnikových ukazatelů

Ukazatel	Obor	>=<	Podnik
ROE	12,13%	>	11,57%
ROS	1,82%	<	3,40%
ROA	4,02%	<	6,67%
Obrat aktiv	2,21	>	1,96
Podíl VK na A	44,11%	<	50,09%
Celková likvidita	1,45	<	3,93
Pohotová likvidita	1,04	<	3,07
Okamžitá likvidita	0,19	<	0,28

Zdroj: vlastní vypracování

Podnik ABC s. r. o. ve většině případů zaznamenává lepší hodnoty ukazatelů, nežli je průměr odvětví. Výjimkou je pouze rentabilita vlastního kapitálu, která je o 0,16% menší. Nižší hodnota obratu aktiv, oproti průměru v oboru, znamená efektivnější využití majetku společnost. Celkovou a pohotovou likviditu je nutné brát s odstupem, neboť jejich vysoká hodnota nemusí být již efektivní.

3.2.4 Ukazatelé bonity a finančního zdraví

Pomocí vybraných ukazatelů, kterými jsou index důvěryhodnosti a Kralickův Quick-Test, bude zhodnoceno finanční zdraví podniku jedním číslem.

Index důvěryhodnosti (IN05)

Index IN05 sestavili Neumaierovi, kteří upravili Altmanovu formuli bankrotu vytvořenou pro americký trh. Tento index je aplikovatelný v podmínkách ČR. Kromě údajů z rozvahy a výkazu zisků a ztrát jsou využity výnosy, které jsou uvedeny v příloze č. 8. Postup výpočtu jednotlivých ukazatelů upravených o příslušné váhy je znázorněn v tabulce 3.10.

Tabulka 3.10 Postup výpočtu indexu důvěryhodnosti

Ukazatel	2010	2011	2012	2013	2014
$(A/CZ)*0,13$	0,38	0,25	0,24	0,19	0,26
$(EBIT/Ú)*0,04$	1,43	0,66	0,78	0,59	0,43
$(EBIT/A)*3,97$	0,73	0,31	0,37	0,17	0,26
$(Výnosy/A)*0,21$	0,53	0,41	0,43	0,36	0,42
$(OA/(KZ+KBÚ))*0,09$	0,23	0,16	0,16	0,12	0,16
Součet (IN05)	3,30	1,81	1,97	1,44	1,54

Zdroj: vlastní vypracování

Pokud je index větší než 1,6, firma tvoří hodnotu, jestliže IN je menší než 0,9, podnik spěje k bankrotu. Hodnota mezi 1,6 a 0,9 znamená šedou zónu. Nejlepšího výsledku společnosti bylo dosaženo v roce 2010, a to 3,3. V roce 2011 a 2012 byla hodnota podstatně nižší než rok 2010, ale podnik zůstal v zóně bonity. V roce 2013 klesl index do šedé zóny. Poslední sledovaný rok má tento index hodnotu 1,54, což znamená šedou zónu těsně pod úrovní zóny bonity. Šedá zóna vykazuje pravděpodobnost bankrotu 50% a pravděpodobnost, že podnik netvoří hodnotu 30%. Společnost je však těsně pod zónou bonity, ve které podnik spěje k bankrotu s pravděpodobností 8%. Ukazatel, který v každém roce nejpříznivěji působil na výsledný index, byl ukazatel úrokového krytí. Tento ukazatel zároveň v největší míře působil na pokles celkového indexu.

Kralickův Quick-Test

Kralickův Quick-Test je široce využívaná metoda hodnocení ratingu společností. Označování ukazatelů na základě jejich výsledné hodnoty je provedeno podle tabulky 2.2 uvedené v kapitole 2.5.1.2. Výpočet jednotlivých ukazatelů, přidělení známek a stanovení ratingu pro roky 2010-2014 je znázorněn v tabulce 3.11.

Tabulka 3.11 Výpočet Quick-Testu

Ukazatel	2010	2011	2012	2013	2014
VK/A	66%	49%	46%	33%	50%
Splácení dluhu (roky)	2	8	6	18	6
CF/T	6%	3%	4%	2%	4%
ROA (s úroky)	14,9%	6%	7,97%	3%	6%
Převedení na známky (1 - výborný, 5 - ohrožující insolventi)					
VK/A	1	1	1	1	1
Splácení dluhu (roky)	1	3	3	5	3
CF/T	3	4	4	4	4
ROA (s úroky)	2	4	4	4	4
Aritmetický průměr	1,75	3	3	3,5	3

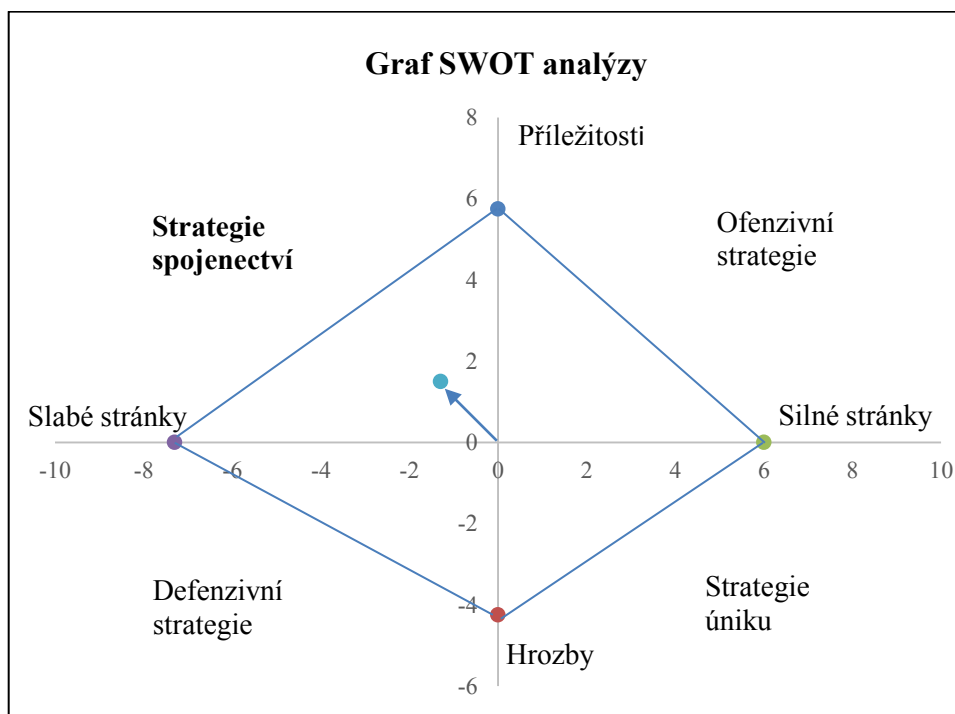
Zdroj: vlastní vypracování

Výsledek Kralickova Quick-Testu má stejný průběh jako index důvěryhodnosti. Nejlepší hodnota byla naměřena první sledovaný rok 2010 a naopak nejhorší hodnota byla zaregistrována v roce 2013. Pro rok 2014 byla aritmetickým průměrem získána hodnota ratingu společnosti 3, jež znamená podle slovního ohodnocení známou „dobrý“. V každém roce bylo zaznamenáno výborné hodnocení podílu vlastního kapitálu na aktivech. Nejhorší dílčí hodnota znamenající ohrožení insolventi byla zaregistrována v roce 2013 u splacení dluhu. Pokud by v tomto roce došlo k potřebě splatit všechny cizí závazky, trvalo by to podniku 18 let.

3.3 SWOT analýza

Součástí charakteristiky podniku ABC s. r. o. je definování jeho silných stránek, slabých stránek, hrozeb a příležitostí, které se provede pomocí SWOT analýzy sumarizací předešlých analýz. Základem pro vytvoření této analýzy jsou údaje získané finanční analýzou, Porterovou analýzou pěti konkurenčních sil a PEST analýzou. Po získání jednotlivých faktorů se provede jejich ohodnocení body dle závažnosti; +9, -9, – závažný, +1, -1, – nepodstatný. Ohodnocení jednotlivých silných stránek, slabých stránek, hrozeb a příležitostí lze nalézt v příloze č. 10. Po vyhodnocení a nanesení hodnot do grafu bude získána doporučená strategie pro danou firmu, viz graf 3.7.

Graf 3.7 SWOT analýza



Zdroj: vlastní vypracování

Ve vnitřním prostředí firmy převažují slabé stránky nad silnými. Podnik se zároveň nachází v příznivém prostředí, které tvoří převážně příležitosti, nežli hrozby. Doporučenou strategií je tedy strategie spojení. Spojením analyzované firmy s dalším velkoobchodem by došlo k rozšíření skladů a tedy většímu rozsahu působnosti naší firmy. Mohlo by tak dojít k využití potenciálu zahraničních trhů a tím zlepšení hospodaření podniku.

3.4 Finanční plán

Nutným předpokladem pro výpočet výnosových metod je predikce vývoje položek účetních výkazů. Sestavení finančního plánu bude vycházet z výkazu zisků a ztrát a rozvahy pro období 2010-2014, uvedené v příloze č. 1-3, názoru managementu a ekonoma společnosti, finanční analýzy a analýzy prostředí. Prognóza bude provedena pro následujících 5 let, tedy pro období v rozmezí let 2014 až 2019.

Plánovaný výkaz zisků a ztrát

Po konzultaci s managementem a ekonomem společnosti, sice nebyly poskytnuty přesná data pro rok 2015, byla ale zjištěna informace, že tržby se tento rok pohybují na úrovni roku 2014 a prognóza pro roky 2016-2019 je růst tržeb na stejné úrovni, jako tomu bylo v letech 2011 až 2013, tedy 2011 o 7%, 2012 o 15% a 2013 o 16%. Na základě provedené

finanční analýzy, která v mnoha případech vykazuje zhoršení ukazatelů, a predikčních modelů, které nabývají spíše průměrných hodnot, bude prognóza managementu podniku mírněna. Vývoj tržeb v odvětví zaznamenává v roce 2014 nárůst o 4%, viz příloha č. 11, a zároveň pro následující roky se očekává příznivá ekonomická situace, jejímž projevem bude pokračující růst HDP. Na základě těchto dostupných informací budou stanoveny tržby pro rok 2015 za prodané zboží na úrovni tržeb roku 2014, v roce 2016 se očekává mírný nárůst o 2%, rok 2017 o 6%, rok 2018 o 10% a následující roky včetně roku 2019 o 11%.

Náklady za prodané zboží se přímou úměrou vyvíjí s tržbami, a proto jejich prognóza bude stanovena pouze pomocí aritmetického průměru podílu z tržeb z let 2010-2014 a jeho následná aplikace na prognózované tržby. Průměrně se podílejí náklady na tržbách 86,18 %.

Další důležitou položkou jsou odpisy. Jejich hodnota bude stanovena stejně jako u nákladů, akorát se budou vztahovat k aktivům. Průměrně se ve sledovaném období odpisy podílely na aktivech ze 7%. Dan z příjmů právnických osob je 19% a nepředpokládá se její změna. Zvyšující se objem dlouhodobých bankovních úvěrů zapříčiní nárůst nákladových úroků o 5% ročně.

Pro zpřesnění výsledků byly vypočteny všechny ostatní položky z tržeb stejným postupem jako náklady.

Po výpočtech bude získána prognóza výkazu zisků a ztrát pro roky 2015-2019. Spolu s výchozím rokem 2014 jsou výsledky uvedeny v příloze č. 6.

Plánovaná rozvaha

Při plánování rozvahy nesmí být opomenuté bilanční pravidlo rovnosti pasiv a aktiv. Dlouhodobý majetek rostl v posledních letech hlavně z důvodu výstavby nových skladů. Tyto stavby byly v roce 2014 dokončeny a aktuálně se další větší rozšiřování neplánuje. Proto bude stanoven růst dlouhodobého majetku o 2% ročně. Největší vliv na aktivech budou mít pohledávky, které budou růst polovičním tempem růstu tržeb. Zásoby se stanoví z tržeb za prodané zboží stejně jako náklady. Ostatní aktiva porostou tempem 1% za rok.

Hodnota vlastního kapitálu poroste stejným tempem jako dlouhodobý majetek, tedy 2%, a růst závazků se bude rovnat tempu tržeb. Doba obratu závazků a pohledávek se bude tedy vyrovnávat. Bankovní úvěry a výpomoci budou svou hodnotou vyrovnávat rozvahu.

Bankovní úvěry a výpomoci se skládají z krátkodobých a dlouhodobých úvěrů. Jejich poměr zůstane stejný, jako v roce 2014. Kompletní prognóza rozvahy je uvedena v příloze č. 5.

Pro porovnání dosavadního vývoje s prognózovaným obdobím byli vypočtení i ukazatelé finanční analýzy pro následující roky, uvedené v příloze č. 20.

4 Stanovení hodnoty podniku ABC s. r. o.

Předmětem ocenění je podnik ABC s. r. o. Podnětem k odhadu hodnoty podniku bylo vypracování diplomové práce a zároveň podání informace o této hodnotě managementu společnosti. Oceňování je provedeno k datu 1. 1. 2016. Při oceňování bude využito více metod, jejichž hodnota bude syntetizována v následující kapitole č. 5. Výslednou hodnotu lze pokládat za objektivizovanou. Při následujících výpočtech se bude vycházet ze vzorců a postupů uvedených v kapitole č. 2.7 této práce.

4.1 Stanovení hodnoty metodou diskontovaného čistého cash flow

Základem metody je současná hodnota budoucích peněžních toků společnosti. V rámci této metody bude využita varianta DCF entity. Budou tedy použity peněžní toky pro vlastníky a věřitele. Jelikož předpokládáme, že firma v blízké době nezbankrotuje, bude v rámci metody diskontovaného čistého cash flow využita dvoufázová metoda.

První fáze

Prvním krokem v této fázi je výpočet FCF pro prognózované období 2015-2019. Pro výpočet je nutné stanovit změnu ČPK, ta je uvedena v příloze č. 12. Provozní výsledek hospodaření a odpisy jsou převzaty z prognózovaného výkazu zisků a ztrát. Daň je stanovena pro každý rok ve výši 19%. Celý dlouhodobý majetek je brán, jako provozně nutný, a proto investice bude stanovena ve výši meziroční změny tohoto majetku. Samotný výpočet FCF je znázorněn v tabulce 4.1.

Tabulka 4.1 Výpočet FCF (v tis. Kč)

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
(+) Provozní výsledek hospodaření	7373	7520	8084	9121	10387
(-) Upravená daň z příjmů	1401	1429	1536	1733	1973
= VH po zdanění	5972	6091	6548	7388	8413
(+) Odpisy	2749	2804	2860	2918	2976
= Předběžný peněžní tok z provozu	8721	8896	9408	10306	11389
(-) ΔČPK	804	475	767	1306	2043
(-) Investice do pořízení dl. majetku	770	786	801	817	834
= Volný peněžní tok (FCFF)	7147	7635	7840	8182	8513

Zdroj: vlastní vypracování

Dalším důležitým krokem pro výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity je stanovení průměrných vážených nákladů kapitálu podle vzorce (2.24). Je nutné určit náklad vlastního kapitálu. Ten byl stanoven na nejaktuálnější úrovni, tedy 1. pol. 2015, alternativního nákladu vlastního kapitálu pro odvětví CZ – NACE 46 dle MPO. Náklady cizího kapitálu budou vypočteny poměrem nákladových úroků a bankovních úvěrů. Kalkulace WACC je zobrazena v následující tabulce:

Tabulka 4.2 Výpočet WACC

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
E- Vlastní kapitál (v tis. Kč)	71007	72427	73876	75354	76861
D- Cizí kapitál (v tis. Kč)	69830	69822	71776	76642	84442
R _d - Náklady cizího kapitálu	2,04%	2,17%	2,26%	2,26%	2,17%
R _e - Náklady vlastního kapitálu	14,97%	14,97%	14,97%	14,97%	14,97%
T _c - Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%
WACC	8,37%	8,48%	8,49%	8,35%	8,05%

Zdroj: vlastní vypracování

Hodnota podniku v první fázi bude získána diskontováním a následnou sumarizací jednotlivých volných peněžních toků za roky 2015-2019 uvedené v tabulce 4.3.

Tabulka 4.3 Diskontování FCFF

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Volný peněžní tok (FCFF) (tis. Kč)	7 147	7 635	7 840	8 182	8 513
WACC	8,37%	8,48%	8,49%	8,35%	8,05%
Diskontní faktor	1,0837	1,1769	1,2771	1,3780	1,4728
Diskontované FCFF (tis. Kč.)	6 596	6 488	6 139	5 938	5 780
Hodnota podniku v první fázi (tis. Kč)	30 940				

Zdroj: vlastní vypracování

Výše uvedeným postupem v tabulce 4.3 byla zjištěna hodnota podniku v první fázi 30 940 000 Kč.

Druhá fáze

Obsahem druhé fáze je období od konce fáze první až do nekonečna. Aby bylo možné stanovit hodnotu této fáze, je nezbytné určit pokračující hodnotu pomocí Gordonova vzorce.

Důležitou součástí tohoto vzorce je tempo růstu peněžního toku v pokračující fázi. Zhodnocením dosavadního vývoje podniku, predikce HDP a dodržení podmínky $WACC > g$ je stanovené tempo růstu g 3%. Posledním chybějícím článkem, bez kterého by k výpočtu vzorce nemohlo dojít, je odhad volného peněžního toku pro první rok pokračující fáze dle vzorce (2.29). Dosazením hodnot byla vypočtena hodnota peněžního toku pro druhou fázi 8 768 tis. Kč. WACC budou ponechány na úrovni, která byla stanovena poslední rok první fáze, tedy 8,05%.

Pokračující hodnota druhé fáze bude vypočtena dosazením do Gordonova vzorce (2.28).

$$PH = \frac{8\,768}{0,0805 - 0,03}$$

$$PH = 173\,630 \text{ tis. Kč}$$

Pro stanovení hodnoty podniku ve druhé fázi je nutné pokračující hodnotu ještě diskontovat diskontním faktorem posledního roku prognózy, který byl 1,4728.

Po diskontování pokračující hodnoty je výsledný odhad hodnoty podniku pro druhou fázi 117 888 000 Kč.

Hodnota podniku

Hodnota podniku podle dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků bude stanovena součtem hodnot první a druhé fáze vývoje podniku. Hodnota podniku v první fázi činí 30 940 000 Kč. Hodnota podniku ve druhé fázi 117 888 000 Kč. Celkový odhad hodnoty podniku je pak stanoven na 148 828 000 Kč.

Posledním krokem k získání hodnoty vlastního kapitálu je odečtení úročených dluhů k datu ocenění (Bankovní úvěry a výpomoci). Budou využity nejaktuálnější dostupná data o

těchto zdrojích z roku 2014, kdy byla hodnota těchto dluhu 43 790 000 Kč. Odpočtem dluhů je zjištěna hodnota vlastního kapitálu **105 038 000 Kč**.

Analýza citlivosti DCF entity na změny tempa růstu g

Analýzou citlivosti jsou poskytnuty data o tom, jak se bude vyvíjet hodnota podniku, pokud se bude měnit odhadovaný parametr tempa růstu ve druhé fázi výpočtu. Při analýze citlivosti bude brán v úvahu interval tempa růstu od 0% do 6%.

Tabulka 4.4 Analýza citlivosti DCF entity na změny g

Změna g	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
FCFF pro 2. fázi	8513	8598	8683	8768	8853	8939	9024
Pokračující hodnota	105750	121958	143523	173630	218603	293067	440180
Diskontovaná PH (1,4728)	71801	82805	97447	117888	148424	198982	298866
Hodnota 1. fáze	30940	30940	30940	30940	30940	30940	30940
Hodnota podniku	102741	113745	128387	148828	179364	229922	329806
Úročené dluhy	-43790	-43790	-43790	-43790	-43790	-43790	-43790
Hodnota VK	58951	69955	84597	105038	135574	186132	286016
Změna hodnoty	-43,88%	-33,40%	-19,46%	0,00%	29,07%	77,20%	172,30%

Zdroj: vlastní vypracování

Analýzou citlivosti na změnu tempa růstu g provedené v tabulce 4.4 bylo zjištěno, že pokud se zmírní tempo růstu g ze současných 3% o 3%, klesne odhadovaná hodnota vlastního kapitálu o 43,88%. Naopak při zvýšení g na 6% naroste hodnota vlastního jmění o 172,3% oproti hodnotě při tempu růstu 3%. Z výsledku vyplývá velká citlivost na změnu tempa růstu g. I změna WACC pro pokračující fázi bude mít podobně velký účinek.

4.2 Stanovení hodnoty metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů bude určena z výnosů pro vlastníky. Jedná se tedy o obdobu metody DCF equity. Pro srovnání bude vypočtena hodnota podniku, jak metodou analytickou, tak i paušální.

4.2.1 Paušální metoda

Paušální metoda je využívána pro podniky s nejistým budoucím vývojem. Je založena na výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu, který vyplývá z posledních pěti let hospodaření společnosti, tedy z let 2010 až 2014. Prvním krokem je úprava výsledků hospodaření před zdaněním dosažených v minulosti o odpisy, tržby z prodeje dl. majetku a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku. Následuje zohlednění míry inflace

v jednotlivých letech a převedení upraveného VH na ceny k roku 2014 pomocí bazického indexu. Postup úpravy je uveden v následující tabulce 4.5.

Tabulka 4.5 Úprava výsledku hospodaření (v tis. Kč)

Rok	2010	2011	2012	2013	2014
VH před zdaněním	16 654	9 417	12 897	8 081	8 409
(+) Odpisy	1 271	1 335	1 496	1 509	1 914
(-) Tržby z prodeje dl. majetku	0	0	4	47	212
(+) Zůstatková cen prodaného dl. majetku	0	0	0	0	37
Upravený VH před odpisy	17 925	10 752	14 389	9 543	10 148
Cenový index řetězový	1,015	1,019	1,033	1,014	1,004
Cenový index bazický k roku 2014	0,933	0,951	0,982	0,996	1,000
Upravený VH o inflaci (UVH/bazický index)	19209	11307	14649	9581	10148
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci · váhy	19209	22615	43946	38325	50740

Zdroj: vlastní vypracování

Jak lze vidět v tabulce 4.5 po úpravě výsledku hospodaření o změnu cenové hladiny byly jednotlivým rokům přiděleny váhy. Nejaktuálnějšímu datu byla přidělena nejvyšší váha 5 a následně každý vzdálenější rok o jeden bod méně. Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy bude vypočten pomocí vzorce (2.32).

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy} = \frac{174\,835}{15}$$

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy} = 11\,655,7 \text{ tis. Kč}$$

Takto vytvořený odnímatelný čistý výnos musí být ještě upraven o odpisy zaznamenané v posledním roce a daň. Tuto úpravu znázorňuje tabulka 4.6.

Tabulka 4.6 Úprava TČV před odpisy o odpisy a daň (v tis. Kč)

TČV před odpisy	11 655,7
(-) Odpisy v posledním roce	1 914
TČV před daní	9741,7
(-) Daň (19%)	1850,9
TČV po dani	7890,7

Zdroj: vlastní vypracování

Úpravou o odpisy a daň v tabulce 4.6 byl zjištěn trvale odnímatelný čistý výnos v hodnotě 7 890,7 tis. Kč. Aby bylo možné vypočítat hodnotu vlastního kapitálu pomocí vzorce (2.33), bude hodnota úrokové míry na úrovni alternativních nákladů vlastního kapitálu

pro odvětví 14,97% a dlouhodobá úroková míra, s ohledem na prognózu dle ministerstva financí ČR a inflačního cíle ČNB, bude stanovena na hladině 1,9%. Výpočet pak bude vypadat takto:

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \frac{7\,890,7}{0,1497 - 0,019}$$

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = 60\,372,93 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota vlastního kapitálu dle paušální metody kapitalizovaných čistých výnosu byla odhadnuta na **60 372 930 Kč**.

Analýza citlivosti paušální metody na změny úrokové míry a inflace

Aby byla zjištěna citlivost paušální metody na změny úrokové míry, bude provedena analýza citlivosti v intervalu od 9,97% do 16,97%, za předpokladu, že inflace bude 1,9%. Analýza citlivosti na úrokovou míru je uvedena v tabulce 4.7.

Tabulka 4.7 Analýza citlivosti paušální metody na úrokovou míru

Úroková míra	9,97%	10,97%	11,97%	12,97%	13,97%	14,97%	15,97%	16,97%
Inflace	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
TČV po dani (tis. Kč)	7890,7	7890,7	7890,7	7890,7	7890,7	7890,7	7890,7	7890,7
Hodnota VK (tis. Kč)	97778	86998	78358	71280	65374	60373	56082	52360
Změna hodnoty	62%	44%	30%	18%	8%	0%	-7%	-13%

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků analýzy citlivosti hodnoty vlastního kapitálu zjištěného paušální metodou na úrokovou míru plyne, že snížením úrokové míry o 5% dojde ke zvýšení hodnoty tohoto kapitálu o 62% na 97 778 000 Kč.

Stejný postup bude uplatněn na prognózu dlouhodobé inflace, za předpokladu neměnné úrokové míry, v intervalu od 1,5% do 2,3%. Výsledek analýzy citlivost na změnu inflace je zobrazen v následující tabulce 4.8.

Tabulka 4.8 Analýza citlivost paušální metody na dlouhodobou inflaci

Úroková míra	14,97%	14,97%	14,97%	14,97%	14,97%
Inflace	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%
TČV po dani (tis. Kč)	7890,7	7890,7	7890,7	7890,7	7890,7
Hodnota VK (tis. Kč)	58580	59463	60373	61311	62279
Změna hodnoty	-3%	-2%	0%	2%	3%

Zdroj: vlastní vypracování

Následně budou provedeny kombinace jednotlivých variant nákladů vlastního kapitálu a inflace. Výsledné hodnoty vlastního kapitálu při různých kombinacích inflace a úrokové míry znázorňuje následující tabulka 4.9.

Tabulka 4.9 Matice výsledků při změně inflace a úrokové míry (v tis. Kč)

Úroková míra/Inflace	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%
9,97%	93 161	95 414	97 778	100 263	102 877
10,97%	83 323	85 121	86 998	88 959	91 012
11,97%	75 365	76 833	78 358	79 946	81 600
12,97%	68 794	70 015	71 280	72 592	73 952
13,97%	63 277	64 309	65 374	66 476	67 615
14,97%	58 580	59 463	60 373	61 311	62 279
15,97%	54 531	55 296	56 082	56 890	57 723
16,97%	51 006	51 675	52 360	53 065	53 788

Zdroj: vlastní vypracování

Dle výše uvedené tabulky je možné stanovit hodnotu podniku dle různých scénářů vývoje inflace a úrokové míry.

4.2.2 Analytická metoda

V Analytické metodě, na rozdíl od paušální, se vychází z budoucích výsledků hospodaření. K výpočtu bude využita dvoufázová metoda dle vzorce (2.31), který pro větší přehlednost bude rozdělen na dvě fáze, a to fázi predikovanou a pokračující. Pro výpočet budou využity predikované výsledky hospodaření pro roky 2015-2019 a úroková míra stanovena stejně jako u metody paušální, tedy 14,97%. Postup výpočtu hodnoty pro první fázi je zobrazen v následující tabulce 4.10.

Tabulka 4.10 Analytická metoda - první fáze (v tis. Kč)

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Výsledek hospodaření před daněmi	9609	9774	10482	11809	13433
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	1826	1857	1992	2244	2552
Odhad odnímatelného čistého výnosu	7783	7917	8490	9565	10881
Úroková míra	14,97%	14,97%	14,97%	14,97%	14,97%
Diskontní faktor	1,1497	1,32181	1,519685	1,747182	2,008735
Hodnota 1. fáze pro jednotlivé roky	6770	5989	5587	5475	5417
Σ Hodnot 1. fáze	29237				

Zdroj: vlastní vypracování

Hodnota první fáze analytické metody byla stanovena na 29 237 000 Kč.

Pro výpočet druhé fáze je potřeba zjistit velikost trvale odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu. Zde se bude předpokládat stabilní úroveň těchto odnímatelných čistých výnosů, která bude vycházet z posledního roku prognózy. Tato hodnota pak bude 10 881 Kč.

Dosazením potřebných hodnot do druhé části vzorce (2.31). bude zjištěna hodnota druhé fáze.

$$\text{Hodnota 2. fáze} = \frac{10881}{0,1497} \cdot \frac{1}{(1 + 0,1497)^5}$$

$$\text{Hodnota 2. fáze} = 36\,184,6 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota druhé fáze je tedy 36 184 600 Kč.

Sumarizací první a druhé fáze bude získána hodnota vlastního kapitálu. Odhadnutá hodnota vlastního jmění pomocí analytické metody je stanovena na **65 421 600 Kč**.

Analýza citlivosti analytické metody na změnu úrokové míry

Analýzou citlivosti bude zkoumána citlivost výpočtu analytické metody na změny úrokové míry v intervalu od 11,97% do 16,97%. Tato analýza je znázorněna v tabulce 4.11.

Tabulka 4.11 Analýza citlivosti analytické metody na změnu úrokové míry (tis. Kč)

Úroková míra	9,97%	10,97%	11,97%	12,97%	13,97%	14,97%	15,97%	16,97%
Hodnota 1. fáze	33314	32429	31582	30768	29987	29237	28517	27824
Hodnota 2. fáze	67858,2	58943,3	51649,5	45594,6	40506	36184,6	32481,5	29282,9
Hodnota podniku	101172,2	91372,3	83231,5	76362,6	70493	65421,6	60998,5	57106,9
Změna hodnoty v %	55%	40%	27%	17%	8%	0%	-7%	-13%

Zdroj: vlastní vypracování

V tabulce 4.11 lze vidět citlivost hodnoty vlastního kapitálu na změnu úrokové míry. Pokud by úroková míra klesla o 5% na úroveň 9,97%, hodnota vlastního kapitálu by byla zvýšena o 55% na hodnotu 101 172 200 Kč.

4.3 Účetní metoda

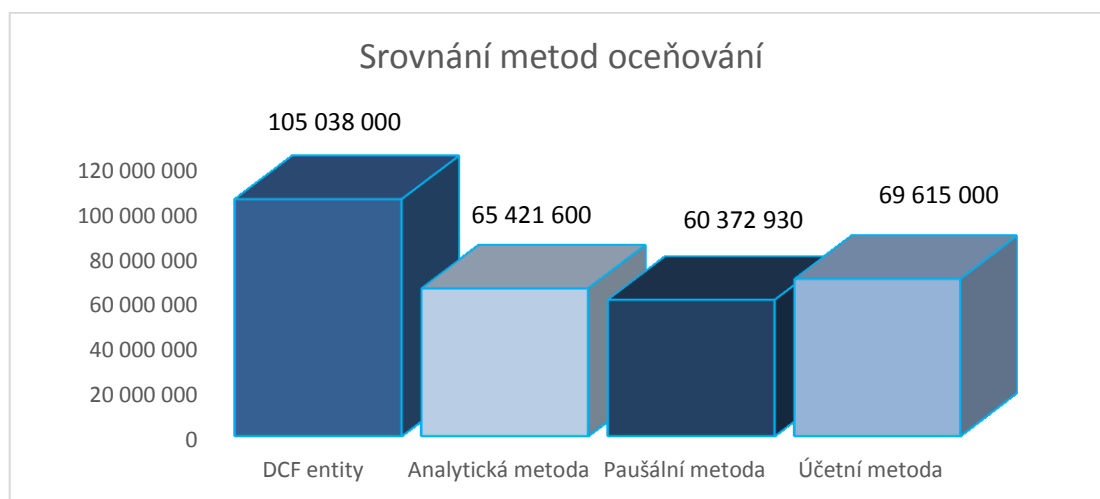
Účetní metodou se při výpočtu vychází z historických cen v rozvaze. Celková hodnota podniku je rovna jeho aktivům, ale jelikož ve všech využitých metodách této práce byla

zjištěna hodnota vlastního kapitálu, budou i zde od aktiv odečteny cizí zdroje. Dle této metody hodnota vlastního kapitálu v roce 2014 činila **69 615 000 Kč**.

5 Syntéza výsledků

Cílem této kapitoly je určení konečného odhadu hodnoty analyzovaného podniku ABC s. r. o. na základě výsledků dosažených za pomoci různých metod oceňování. Metodami použitými při oceňování byly DCF entity, metoda kapitalizovaných čistých zisků, a to jak metoda analytická, tak i paušální, a účetní metoda. Všemi metodami byla zjištěna hodnota vlastního kapitálu. Přehled dosažených hodnot jednotlivých metod znázorňuje následující graf 5.1.

Graf 5.1 Srovnání metod oceňování (v Kč)



Zdroj: vlastní vypracování

Ve výše uvedeném grafu 5.1 lze spatřit, že nejvyšší hodnota vlastního kapitálu podniku byla vypočtena metodou diskontovaného čistého cash flow – DCF entity. Touto metodou byla zjištěna hodnota vlastního kapitálu **105 038 000 Kč**. Tato vyšší hodnota byla pravděpodobně zapříčiněna dvěma faktory. Prvním jsou nízké náklady cizího kapitálu, které snižují svou hodnotou WACC a tím navyšují celkovou výnosovou hodnotu vlastního kapitálu. Druhým faktorem zvyšujícím hodnotu DCF je tempo růstu g 3%, na které je výsledná hodnota velice citlivá, což bylo zjištěno analýzou citlivosti na změny tempa růstu g . Pokud by bylo tempo růstu 1%, vycházela by hodnota 69 955 000 Kč, což je blíž výsledku ostatních výnosových metod.

Metoda kapitalizovaných čistých zisků, paušální metoda, je považována za odhad dolní hranice ocenění výnosových metod. Tato metoda se využívá, pokud je obtížné plánovat

budoucí vývoj, avšak je zde předpoklad dosahování minimálně dosavadních hospodářských výsledků. Vlastní kapitál vypočtený touto metodou je **60 372 930 Kč**. Paušální metodou, na rozdíl od DCF entity a analytické metody, je zobrazena výnosová hodnota podniku bez růstových možností, jinak řečeno se jedná o výnosový potenciál podniku k datu ocenění, a je vhodná pro objektivizované oceňování. Na hodnotu vlastního kapitálu velmi působí úroková míra, a proto byla pro tuto metodu zpracována analýza citlivost. Bylo zjištěno, že již při snížení těchto nákladů o 2% by hodnota vypočtená paušální metodou přesahovala hodnotu účetní. Za situace, kdy jsou náklady vlastního kapitálu odhadovány na 14,97%, je dosahováno menší hodnoty než hodnoty zjištěné pomocí účetní metody.

Poslední využitou výnosovou metodou pro zjištění hodnoty vlastního jmění byla varianta metody kapitalizovaných čistých zisku – analytická metoda, jejímž výpočtem byla získána hodnota **65 421 600 Kč**. Vliv na to měla mírněná predikce budoucího vývoje ve finančním plánu, a proto je rozdíl mezi analytickou a paušální metodou pouze 5 048 670 Kč. Ve srovnání s paušální metodou lze konstatovat, že výnosový potenciál budoucího vývoje je vyšší, nežli výnosový potenciál k datu ocenění.

Pomocnou účetní metodou byla zjištěna hodnota **69 615 000 Kč** stanovená k datu 1. 1. 2015. Metoda vychází z historických cen, tudíž nezobrazuje přesnou výši účetní rozvahy k datu ocenění, pouze orientační.

Výpočet konečného odhadu hodnoty podniku ABC s. r. o. je zobrazen v následující tabulce 5.1 za pomoci aritmetického průměru výnosových metod.

Tabulka 5.1 Výpočet konečné hodnoty podniku (v Kč)

Metoda	DCF entity	Analytická metoda	Paušální metoda
Hodnota	105 038 000	65 421 600	60 372 930
Průměr hodnot	76 944 177		

Zdroj: vlastní vypracování

Konečná hodnota vlastního kapitálu podniku ABC s. r. o., na základě využití tří výnosových metod ocenění, je stanovena na **76 944 177 Kč**.

6 Závěr

Cílem této práce bylo stanovení hodnoty podniku ABC s. r. o., který se zabývá velkoobchodem s materiálem pro výstavbu inženýrských sítí. K tomuto účelu byly využity celkem čtyři metody. Metoda diskontovaných čistých cash flow (DCF entity), metoda kapitalizovaných čistých výnosů, a to jak paušální, tak i analytická metoda, a v neposlední řadě pomocná účetní metoda. Aby bylo možné dopracovat se k těmto výsledkům, bylo nutné prvně nalézt a popsat teoretická východiska související s oceňováním.

V kapitole teoretická východiska oceňování podniku jsou zpracovány základní pojmy týkající se oceňování, jako je definice podniku a hodnoty, kategorie hodnot, důvody a postup oceňování. Následně byla popsána analýza prostředí, finanční analýza a finanční plán, které jsou nutným předpokladem pro zpracování co nejobjektivnějšího ocenění. Poslední a nejdůležitější podkapitolou jsou samotné metody oceňování a jejich postup.

Po definování pojmů následovala kapitola charakteristiky podniku ABC s. r. o., ve které bylo analyzováno i okolí společnosti, byla provedena finanční analýza, finanční plán a na závěr byla sumarizována zjištěná fakta ve SWOT analýze.

V rámci analýzy globálního okolí, byl zjištěn růstový potenciál ekonomiky České Republiky. Co se týká pěti konkurenčních sil dle Portera, má největší vliv na analyzovaný podnik relativně velký počet konkurentů. Finanční analýzou bylo zjištěno výrazné zhoršení ukazatelů rentability a ukazatele úrokového krytí v průběhu let 2010-2014, i tak lze pokládat situaci za dobrou, neboť ukazatelé se výrazně neodchylovali od odvětvového průměru a dosáhli kladných čísel. Dále byly identifikovány problémy s výraznou překapitalizací, což vede k neefektivnímu využívání majetku. Druhým závažným problémem je vysoká hodnota pohledávek, jejíž doba obratu převyšuje dobu obratu závazků více než 3 krát, a mohla by znamenat budoucí ohrožení solventnosti analyzovaného podniku. Analýzou bonity a bankrotu, za pomoci indexu IN05 a Kralickova Quick-Testu, bylo zaregistrováno zhoršení finančního zdraví podniku oproti roku 2010. IN05 pro rok 2014 se nacházel v šedé zóně těsně pod zónou bonity. Kralický Quick-Test pak zaznamenal za rok 2014 průměrnou hodnotu 3. Sumarizací a ohodnocením zjištěných faktů analýz byl sestaven graf SWOT analýzy, na jehož základě se doporučuje analyzované společnosti strategie spojenectví. Posledním krokem pro vypracování samotného ocenění bylo sestavení predikce rozvahy a výkazu zisků a ztrát pro roky 2015 až 2019 ve finančním plánu. Při sestavování tohoto plánu byly vzaty v úvahu informace z finanční analýzy, analýzy okolí a názoru managementu společnosti.

V kapitole č. 4, stanovení hodnoty podniku ABC s. r. o., již bylo provedeno samotné ocenění vybranými metodami, zmíněnými v úvodu této kapitoly. Metodou DCF entity byla zjištěna hodnota vlastního kapitálu 105 038 000 Kč, analytickou metodou 65 421 000 Kč, paušální metodou 60 372 930 Kč a pomocnou účetní metodou 69 615 000 Kč. Obsahem následující kapitoly byla syntéza výsledků. Aritmetickým průměrem výnosových metod bylo dosaženo co nejobektivnější hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Výsledkem byla hodnota vlastního kapitálu podniku ABC s. r. o. **76 944 177Kč**.

Seznam použité literatury

Literární zdroje:

- [1] BENKOÖVÁ, Mária. Stanovení hodnoty podniku Granitol a. s., Ostrava, 2015. VŠB – Technická univerzita Ostrava, Ekonomická fakulta, Katedra podnikohospodářská.
- [2] BENNINGA, Simon. *Financial modeling*. Fourth edition. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2014, xxiv, 1111 pages. ISBN 9780262027281.
- [3] BREALEY, Richard A, Richard ALLEN a Stewart C MYERS. *Teorie a praxe firemních financí*. 2. aktualiz. vyd. Brno: BizBooks, 2014, 1095 s. ISBN 9788026500285.
- [4] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2006, 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [5] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2007, 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2
- [6] HAVLÍČEK, K., KAŠÍK, M. Marketingové řízení malých a středních podniků. Praha: Management Press, 2005, 172 s. ISBN 80-7261-120-8
- [7] JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013, 592 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4127-7
- [8] KALOUDA, František. Finanční řízení podniku. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, 279 s. ISBN 978-80-7380-174-8.
- [9] KASSAY, Štefan. *Podnik a podnikanie*. Bratislava: Veda, c2006. ISBN 80-224-0775-5.
- [10] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, xvi, 366 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
- [11] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 9788086929323.
- [12] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [13] NEUMAIEROVÁ, Inka; NEUMAIER, Ivan Index IN05 : Index IN05. In *Evropské finanční systémy: Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference*. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2005. s. 143-146. ISBN 80-210-3753-9
- [14] STŘÍTESKÝ, Michal. Stanovení hodnoty firmy, Pardubice, 2009. Bakalářská práce. Univerzita Pardubice. Dopravní fakulta. Katedra dopravního managementu, marketingu a logistiky.
- [15] VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 1997, 247 s. ISBN 80-901991-6-x.

Internetové zdroje

- [16] ČESTKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Inflace – druhy, definice, tabulky. [cit. 2016-04-7]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- [17] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Tab. Tabulka klíčových makroekonomických indikátorů. *Česká Národní Banka* [online]. 04. 02. 2016, [cit. 2016-03-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#PRIBOR
- [18] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Tab. Výdaje na hrubý domácí produkt, sezonně očištěno. *Český statistický úřad* [online]. 04. 03. 2016, [cit. 2016-03-26]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_cr
- [19] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Hlavní makroekonomické ukazatele. [cit. 14. 4. 2016.]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
- [20] Odbor 31400, Ministerstvo obchodu a průmyslu. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2014. *Ministerstvo obchodu a průmyslu* [online]. 03. 04. 2015, [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument157262.html>
- [21] Odbor 31400, Ministerstvo obchodu a průmyslu. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010-2014. *Ministerstvo obchodu a průmyslu* [online]. 03. 04. 2015, [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>
- [22] Oddělení 3704, MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 40. Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR (2015-2018). Ministerstvo financí české republiky [online]. 10. 12. 2015. [cit. 2016-04-07]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/40-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-23314>

Ostatní zdroje

- [23] Výroční zprávy společnosti ABC s. r. o. zkontrolované auditorem

Seznam zkratk

A	Aktiva
a. s.	Akciová společnost
APV	Metoda upravené současné hodnoty
B	Bankrot
CZ	Cizí zdroje
ČNB	Česká Národní Banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSN	Česká technická norma
ČV	Odhad odnímatelného čistého výnosu
D	Cizí kapitál
DCF	Metoda diskontovaného čistého cash flow
DDM	Dividendový diskontní model
E	Vlastní kapitál
EAT	Zisk po zdanění a úroky
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
g	Tempo růstu
H	Hodnota podniku
HDP	Hrubý domácí produkt
i	Úroková míra
IN	Index důvěryhodnosti
KBÚ	Krátkodobé bankovní úvěry
KZ	Krátkodobé závazky
Mil.	Milion
Mld.	Miliarda
OA	Oběžná aktiva
PE	Polyethylenová
PH	Pokračující hodnota
R_d	Náklady cizího kapitálu
R_e	Náklady vlastního kapitálu
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
S	Substanční hodnota
s. r. o.	Společnost s ručením omezeným
T_c	Daňová sazba z příjmu právnických osob
TČV	Trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu
TH	Tvorba hodnoty
Tis.	Tisíc
Ú	Úroky

UVH	Upravený výsledek hospodaření
V	Výnosová hodnota
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu

Seznam grafů

Graf 2.1 Působení sil v konkurenčním prostředí	14
Graf 2.2 Grafické zobrazení SWOT analýzy	16
Graf 3.1 Vývoj nominálního kurzu koruny vůči euru	44
Graf 3.2 Vývoj struktury aktiv 2010-2014	48
Graf 3.3 Vývoj struktury pasiv 2010-2014	49
Graf 3.4 Horizontální analýza aktiv (v tis. Kč)	50
Graf 3.5 Horizontální analýza pasiv (v tis. Kč)	51
Graf 3.6 Vývoj tržeb pro roky 2010-2014 (v tis. Kč)	52
Graf 3.7 SWOT analýza	61
Graf 5.1 Srovnání metod oceňování (v Kč)	71

Seznam tabulek

Tabulka 2.1 Pravděpodobnost tvaru hodnoty (TH) a bankrotu (B)	26
Tabulka 2.2 Kralickův Quick-Test	26
Tabulka 2.3 Postup výpočtu FCFF	28
Tabulka 2.4 Postup výpočtu FCFE	31
Tabulka 2.5 Postup výpočtu substanční hodnoty netto	37
Tabulka 3.1 Vývoj HDP v ČR	41
Tabulka 3.2 Vývoj úrokových sazeb 3M PRIBOR	42
Tabulka 3.3 Vývoj inflace v ČR	43
Tabulka 3.4 Ukazatelé likvidity	53
Tabulka 3.5 Ukazatelé rentability	54
Tabulka 3.6 Ukazatelé finanční stability	55
Tabulka 3.7 Ukazatelé zadluženosti	56
Tabulka 3.8 Ukazatelé aktivity	57
Tabulka 3.9 Srovnání vybraných oborových a podnikových ukazatelů	58

Tabulka 3.10 Postup výpočtu indexu důvěryhodnosti	59
Tabulka 3.11 Výpočet Quick-Testu	60
Tabulka 4.1 Výpočet FCF (v tis. Kč)	64
Tabulka 4.2 Výpočet WACC	64
Tabulka 4.3 Diskontování FCFF	64
Tabulka 4.4 Analýza citlivosti DCF entity na změny g	66
Tabulka 4.5 Úprava výsledku hospodaření (v tis. Kč)	67
Tabulka 4.6 Úprava TČV před odpisy o odpisy a daň (v tis. Kč)	67
Tabulka 4.7 Analýza citlivosti paušální metody na úrokovou míru.....	68
Tabulka 4.8 Analýza citlivost paušální metody na dlouhodobou inflaci	68
Tabulka 4.9 Matice výsledků při změně inflace a úrokové míry (v tis. Kč)	69
Tabulka 4.10 Analytická metoda - první fáze (v tis. Kč)	69
Tabulka 4.11 Analýza citlivosti analytické metody na změnu úrokové míry (tis. Kč) ..	70
Tabulka 5.1 Výpočet konečné hodnoty podniku (v Kč).....	72

Seznam rovnic

(2.1) Podíl vlastního kapitálu na aktivech	18
(2.2) Stupeň krytí stálých aktiv	19
(2.3) Podíl stálých aktiv.....	19
(2.4) Podíl oběžných aktiv.....	19
(2.5) Finanční páka	19
(2.6) Ukazatel celkové zadluženosti.....	19
(2.7) Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu.....	20
(2.8) Úrokové krytí	20
(2.9) Úrokové zatížení	20
(2.10) Rentabilita dlouhodobých zdrojů.....	20
(2.11) Rentabilita aktiv	21
(2.12) Rentabilita vlastního kapitálu	21
(2.13) Rentabilita tržeb.....	21
(2.14) Ukazatel celkové likvidity	22
(2.15) Ukazatel pohotové likvidity.....	22
(2.16) Okamžitá likvidita.....	22
(2.17) Čistý pracovní kapitál	23

(2.18) Obrátka celkových aktiv	23
(2.19) Doba obratu aktiv.....	23
(2.20) Doba obratu zásob	23
(2.21) Doba obrat pohledávek	24
(2.22) Doba obratu závazků	24
(2.23) Index důvěryhodnosti IN05	25
(2.24) WACC	29
(2.25) Náklady cizího kapitálu	29
(2.26) Obecný vzorec DCF entity	30
(2.27) DCF entity – dvoufázová metoda	30
(2.28) Pokračující hodnota pro dvoufázovou metodu	31
(2.29) Výpočet $FCFF_{T+1}$	31
(2.30) Výpočet hodnoty VK dle DCF equity	31
(2.31) Metoda kapitalizovaných čistých výnosů – analytická metoda.....	33
(2.32) Trvale odnímatelný čistý výnos	33
(2.33) Metoda kapitalizovaných čistých výnosů – paušální metoda.....	34
(2.34) Metoda střední hodnoty	34
(2.35) Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.....	35

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 20.4.2016


.....
Bc. Filip Kme

Seznam příloh:

Příloha č. 1. Rozvaha - aktiva společnosti pro období 2010 – 2014 v tis. Kč.....	1
Příloha č. 2. Rozvaha - pasiva společnosti pro období 2010 – 2014 v tis. Kč	2
Příloha č. 3. Výkaz zisků a ztrát společnosti pro období 2010 – 2014 v tis. Kč	3
Příloha č. 4. Výkaz o peněžních tocích společnosti pro období 2010 – 2014 v tis. Kč .	4
Příloha č. 5. Rozvaha - prognóza rozvahy 2015 – 2019 v tis. Kč	6
Příloha č. 6. Prognóza výkazu zisků a ztrát 2015 - 2019 v tis. Kč	7
Příloha č. 7. Pohledávky po lhůtě splatnosti pro rok 2014 v tis. Kč	8
Příloha č. 8. Výnosy za rok 2010 - 2014 v tis. Kč.....	9
Příloha č. 9. Odvětvová finanční analýza pro obor CZ - NACE 46.....	10
Příloha č. 10. SWOT analýza a bodové ohodnocení jednotlivých faktorů	11
Příloha č. 11. Tržby odvětví	12
Příloha č. 12. Výpočet změny čistého pracovního kapitálu (v tis. Kč)	13
Příloha č. 13. Definice metody ekonomické přidané hodnoty	14
Příloha č. 14. Vertikální analýza aktiv v %	15
Příloha č. 15. Vertikální analýza pasiv v %.....	16
Příloha č. 16. Vertikální analýza VZZ v %	17
Příloha č. 17. Horizontální analýza aktiv (v tis. Kč)	18
Příloha č. 18. Horizontální analýza pasiv (v tis. Kč).....	19
Příloha č. 19. Horizontální analýza VZZ (v tis. Kč)	20
Příloha č. 20. Finanční analýza pro roky 2015 – 2019.....	22

